



**HÖGSKOLAN
I GÄVLE**
Institutionen för ekonomi

*Titel: Vad signalerar ändringar i aktieutdelning?
– undersökning av en marknad i kris*

Författare: Jonas Åkerlund

Kurspoäng: 15 hp
Kursnivå: Magisterkurs (D-nivå)

Examensarbete
i ämnet företagsekonomi

ABSTRACT

Titel: Vad signalerar ändringar i aktieutdelning? – undersökning av en marknad i kris

Nivå: D-uppsats i ämnet företagsekonomi

Författare: Jonas Åkerlund

Handledare: Peter Lindberg

Datum: 2009 – Juni

Syfte: Bakgrunden till den här uppsatsen är den finansiella krisen och dess verkningar över världen. Utifrån det här har jag valt att fokusera på hur svenska företag ändrat sin utdelning till i år när de nu har ställts inför en kraftigt och snabbt försvagad konjunktur. Det intressanta i att göra en sådan här studie är för att se hur den finansiella marknaden reagerar, under dessa tider, och om det här skiljer sig mot för vad som vore normalt.

Uppsatsens syfte är att:

- undersöka hur marknaden reagerar på förändringar i utdelningen och hur väl detta stämmer överens med vad som förväntats utifrån teorin och tidigare forskning
- undersöka graden av effektivitet på den svenska marknaden

Metod: Den metod jag använt mig av, för att genomföra den här undersökningen, kallas för eventmetoden eller en eventstudie. Det event jag valt att studera är offentliggörandet av årets utdelningsnivå, bland de största svenska företagen, och dess mottagande på marknaden. Till en början har jag läst in mig på området genom att ta fram relevant litteratur i form av böcker och tidigare forskning inom det här området. För att få fram de svar jag letade efter har jag sedan tagit fram relevanta data från den svenska börsen. De data som samlats in har jag sedan använt för att räkna fram mina resultat utifrån den ovan nämnda metoden. Därefter har jag analyserat dessa utifrån de teorier och tidigare forskning som jag samlat på mig över det undersökta området och jämfört dessa med mina resultat.

Resultat & slutsats: De resultat jag kommit fram till visar att de gällande teorierna kring signaleringseffekter inte kan tillämpas i den situation som marknaden nu befinner sig i utan visar på annat mottagande än vad som kunde ha förväntats utifrån teorin. Resultaten visar även att den svenska marknaden på ett effektivt sätt lyckas prissätta de undersökta tillgångarna.

Förslag till fortsatt forskning: Intressanta frågor att undersöka närmare vore att göra en liknande undersökning under andra förhållanden och år samt att åtgärda de brister som jag funnit i min samt att göra en undersökning som spänner över en hel konjunkturcykel.

Uppsatsens bidrag: Den här uppsatsen har bidragit med att visa att de gällande teorier som finns inom det undersökta området inte kan tillämpas på den nu rådande situationen som marknaden befinner sig i. Den här kunskapen är värdefull för aktörer på den finansiella marknaden som förklaring till hur marknaden reagerar under speciella förhållanden och som belyser hur marknaden kan reagera under enskilda år.

Nyckelord: Signaleringseffekter, marknadseffektivitet, utdelningsförändring, eventstudie, överavkastning

ABSTRACT

Title: What does dividend changes signal? – a study of a market under crisis

Level: Final assignment for Master Degree in Business Administration

Author: Jonas Åkerlund

Supervisor: Peter Lindberg

Date: 2009 – June

Aim: The background of this study is the ongoing financial crisis. From this have I chosen to focus on how Swedish firms changed their dividends to this year when their now are facing a huge and fast drop in the demand for their products. The interesting thing with this study is to see how the financial market reacts, under these circumstances, and if it differs from under normal circumstances.

The aim for this thesis is to:

- Study how the Swedish market reacts to dividend changes and how well this matches from what you can expect from earlier research and theories.
- Study the degree of efficiency the Swedish stock market has.

Method: The method I have used for this study is called the event method or simply event study. The event I have chosen for this study is the release of this year's annual dividend and how this event is received by the market in form of an increase or decrease in the stock price for each firm I've looked at. I began my work by collecting and reading earlier research and theories in the field I've chosen to study. To get the results, I searched for; I thereafter collected the relevant data from the Swedish stock market. Then I used this data to calculate the results I searched for using the event study method. The results have then been compared with the theories and earlier research that I have gathered for analyse.

Result & Conclusions: The results I found shows that the current theories about signaling effects can not be applied for the state the market is in right now. The result shows that the market reacts different from what you could have expected from theory and earlier studies. The study also shows that the Swedish stock market in an efficient way can price the securities on it.

Suggestions for future research: Interesting for future studies would be to do similar studies under different circumstances in other years and to correct the shortcomings I have in mine. Another interesting study would be one that stretches over a complete business cycle.

Contribution of the thesis: The contribution of this thesis is that it has shown that the current theories about signaling theory not can be applied under the circumstances under which the study has been conducted. This knowledge can be used for financial market stakeholders to explain why the market reacts in the way it does under these circumstances that we have on the market today.

Key words: Signaling effects, market efficiency, dividend change, eventstudy, abnormal return

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING.....	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problem.....	2
1.3 Syfte.....	3
1.4 Disposition.....	3
2 METOD.....	4
2.1 Val av metod.....	4
2.1.1 Kvantitativ metod.....	4
2.1.2 Undersökningens pålitlighet.....	5
2.2 Litteratur- och Datainsamling.....	5
2.2.1 Litteraturinsamling.....	5
2.2.2 Datainsamling.....	6
2.3 Eventstudie.....	7
2.4 Käll- och Metodkritik.....	9
3 REFERENSRAM.....	11
3.1 Effektiva marknader.....	11
3.1.1 Egenskaper hos en effektiv marknad.....	11
3.1.2 Olika former av effektivitet.....	12
3.2 SIGNALERINGSEFFEKTER.....	13
3.2.1 Effekter av en förändring av aktieutdelningen.....	13
3.2.2 Informationseffekter.....	15
4 REDOVISNING AV RESULTAT.....	17
4.1 Effekt av höjd utdelning.....	17
4.2 Effekten av oförändrad utdelning.....	18
4.3 Effekt av minskad utdelning.....	18
4.4 Effekten av inställd utdelning.....	19
4.5 Sammanställning av resultaten.....	20
5 ANALYS.....	22
5.1 Effektivitet.....	22
5.2 Signalering.....	24
5.2.1 Signalerna från höjd utdelning.....	24
5.2.2 Signalerna från oförändrad utdelning.....	25
5.2.3 Signalerna från minskad utdelning.....	26
5.2.4 Signalerna från inställd utdelning.....	27
5.2.5 Sammanfattning av analysen.....	29
6 SLUTSATSER.....	30
6.1 Slutsatser.....	30
6.2 Fortsatt forskning.....	31
KÄLLFÖRTECKNING.....	32

1 INLEDNING

I det här kapitlet går jag igenom bakgrunden till min uppsats och det ämne jag valt. Vidare kommer jag att beskriva de problem jag valt att undersöka samt förklara syftet med min uppsats. På slutet av kapitlet visar jag uppsatsens vidare disposition.

1.1 Bakgrund

Den senaste tidens kraftigt försämrade ekonomiska framtidsutsikter har knappast undgått någon. Många är vi som funderar över hur det ska bli framöver och hur allt detta kommer att påverka oss själva som individer och samhället i stort. Under det senaste året och framförallt halvåret har media med hjälp av experter på olika områden lagt fram den ena domedagsprofetian efter den andra. Vi har också under den här tiden sett en kraftigt försämrad arbetsmarknad och en lågkonjunktur som ser ut att bli både längre och djupare än på mycket länge.

Det hela började med den så kallade bolåne-krisen i USA som har fått konsekvenser runt om i världen. Många banker har dragits med och ett flertal har gått under eller blivit övertagna av andra banker eller av staten. Det här har lett till en stigande brist på likviditet i det finansiella systemet då bankerna dels är rädda för att låna ut till varandra och dels för att låna ut pengar till företag med likviditetsbehov. Detta har i sin tur lett till försämrade förutsättningar för bolag runt om i världen att bedriva sin verksamhet och göra viktiga investeringar. Krisen har också fört med sig en snabbt vikande konjunktur och kraftig försämrade framtidsutsikter för många företag då efterfrågan från såväl privatpersoner som andra företag sjunkit kraftigt.

En viktig fråga för många företag att ställa sig i dessa tider är hur de ska göra med utdelningen till sina aktieägare. Det här är ett viktigt beslut sett till företagets likviditet, vilket är extra viktigt att tänka på i sämre tider. Mycket forskning inom det här området pekar på att företag är väldigt försiktiga med att ändra sin utdelning, även i dåliga tider, på grund av informationsvärdet i uppgifterna och vilken signal det skickar till marknaden. Generellt kan det sägas att en sänkning av utdelningen skickar signaler till marknaden om försämrade framtidsutsikter och sämre lönsamhet och att en höjning signalerar det motsatta. I en effektiv marknad kommer då priset på företagets aktier att stiga eller sjunka den dagen informationen blir offentlig. Att det är så här beror enligt forskare på flera olika anledningar.

De vanligaste anledningarna till detta fenomen bland de här forskarna är att företagsledningen vet mer om företaget och dess framtidsutsikter, asymmetrisk information. Genom utdelningen skickar de signaler till investerare om framtida kassaflöden eller att risken i företaget ändras på grund av kostnaden för kapital. Informationen som skickas med en höjning är att bolaget i framtiden kommer ha en fortsatt stark lönsamhet och ett starkt kassaflöde som möjliggör den här höjningen. En sänkning ger en kraftig signal till marknaden att framtiden kommer bli tuff med sämre lönsamhet och minskat kassaflöde.

En annan anledning till det här fenomenet är att högre utdelningar gör att företagsledningen inte får tillgång till överflödigt med likvida medel som de använder till att gynna sig själva eller använder till olönsamma investeringar. Därför kan det gynna företaget på sikt att dela ut dem istället. Det här fenomenet brukar i forskningen kallas för dividend announcement effect. Alltså den effekt offentliggörandet av ett företags utdelningsnivå har på dess aktiekurs dagen för offentliggörandet.

Forskare har attackerat det här fenomenet från många olika perspektiv och under olika förutsättningar. Vad den här undersökningen bidrar med är att ge ett svenskt perspektiv på det här fenomenet och undersöker om marknadens reaktion är annorlunda i dessa tider och reagerar på ett annat sätt än vad som vore normalt utifrån teorin.

En annan aspekt som gör det här området aktuellt i dessa tider, och därför intressant att undersöka, är att just aktieutdelningarna fått stort utrymme i media den senaste tiden. Många är de som kritiserar företagen som delar ut stora summor pengar samtidigt som de drar ner sin produktion och många anställda får lämna sina arbeten. Intressant är då att undersöka om denna kritik fått genomslag ända upp på ledningsnivå i företagen genom att se hur många företag som valt att sänka eller helt enkelt dragit in sin utdelning till i år och om marknaden tagit till sig det som något positivt.

1.2 Problem

En övervägande majoritet av forskningen inom det här området är utförd i USA på den amerikanska marknaden och inte direkt anpassad för de förutsättningar som råder på den svenska marknaden. Därför är det intressant att utföra en undersökning på den svenska marknaden om hur den reagerar på företagens beslut om utdelning till sina aktieägare. Det intressanta ligger även i att utdelningarna från företagen har varit en hett debatterad fråga under många år där många varnat för alltför höga utdelningar och att det kan leda till att företagen blir lidande på sikt. Vi befinner oss nu i ett läge där många företag ser ut att få det svårt och den här frågan är aktuellare än någonsin då det i mångt och mycket handlar om en likviditetskris vi befinner oss i där många företag har det tufft med just likviditeten. De konsekvenser som kan komma utifrån det här är att fler och möjligtvis även större företag hamnar i obestånd och vidare mot en konkurs som vi sett ett flertal större bilmärken göra (t.ex. SAAB, GM). Går det så här långt drabbas inte bara företagens aktieägare utan även anställda, borgenärer, underleverantörer och andra intressenter hårt vilket får stora konsekvenser för de ställen där de här företagen har sin verksamhet och för övriga samhället i stort. Därför är frågan om hur mycket företaget ska dela ut till sina aktieägare ett viktigt beslut för företagsledningarna att ta, och då speciellt under de förutsättningar som råder just nu, för att försäkra sig om att likviditeten i företaget inte blir lidande.

Då utdelningen slår direkt mot företagets likviditet blir det här området intressant att undersöka i dessa tider, utifrån ovanstående resonemang, för att se hur marknaden reagerar när den här informationen kommer ut. Kommer marknaden att välkomna försiktiga beslut vad gäller företagets utdelning eller kommer de att följa de traditionella teorierna inom det här området? Det här är en intressant fråga att undersöka i just dessa tider.

Genom att undersöka de svenska förhållandena ger det även en bättre inblick om hur bra teorierna stämmer på den svenska marknaden och om det skiljer sig mot andra undersökningar som gjorts, då främst de amerikanska. Ytterligare en intressant aspekt till att undersöka det här fenomenet, i år, är det rådande läget på marknaden som får anses vara långt ifrån normalt, som jag nämnt ovan. Det intressanta i det är att undersöka huruvida de gällande teorierna gäller ett år som detta.

Utifrån detta har jag valt att undersöka huruvida de största svenska företagen ändrat sin aktieutdelning till i år och hur detta tagits emot av marknaden under den period runt dagen då

informationen om aktieutdelningen blev offentlig. Stämmer detta överens med tidigare teorier inom det här området eller kommer det att skilja sig?

En annan aspekt som är värd att undersöka är också om den svenska marknaden är effektiv i att prissätta den nya information som kommer ut från företagen. Det här kommer visa sig i den undersökning jag gör för att visa effekterna av utdelningsförändringarna då den informationen är ny och kurspåverkande och borde få utslag direkt när den kommer ut. Detta under förutsättning att den svenska marknaden är effektiv.

1.3 Syfte

Syftet med den här uppsatsen är att undersöka i vilken utsträckning de största svenska företagen ändrat sin aktieutdelning till i år och hur dessa ändringar har tagits emot av marknaden. Syftet är att undersöka hur väl det här stämmer överens med tidigare teorier och forskning på området och hur väl teorierna stämmer under de speciella förhållandena som råder på marknaden just nu.

Ett annat syfte är också att visa tecken på om den svenska marknaden är effektiv i att prissätta de här förändringarna i utdelningsnivån.

1.4 Disposition

Kapitel 2 – Metod. I det här kapitlet går jag igenom hur jag gått tillväga när jag gjort min undersökning. Jag visar hur litteraturen samt data samlats in samt motiverar de val av metod som jag använt mig utav.

Kapitel 3 – Referensram. Här presenterar jag den litterära referensramen och tidigare forskningen som är relevant för uppsatsen och som jag använder mig av i analysen av mina resultat.

Kapitel 4 – Redovisning av resultat. Som framgår av rubriken redovisar jag och förklarar här de resultat jag kommit fram till i min undersökning.

Kapitel 5 – Analys. I det här avsnittet analyserar jag det jag kommit fram till i avsnittet redovisning av resultat och kopplar det till den litteratur jag tagit upp i avsnitt tre.

Kapitel 6 – Slutsatser. Här knyter jag ihop arbetet och kopplar ihop de tidigare avsnitten för att visa vad jag kommit fram till i min undersökning och visar de slutsatser jag kommit fram till genom att besvara syftet med uppsatsen.

2 METOD

Under metodavsnittet presenterar jag hur jag gått tillväga i min undersökning och hur jag samlat in dels den litteratur som ligger till grund för undersökningen och dels hur jag samlat in och använt den data som undersökningen bygger på. Valet av metod både motiveras och kritiserar dels utifrån den litteratur jag tagit del av samt utifrån hur jag gått tillväga i min undersökning.

2.1 Val av metod

Eriksson & Wiedersheim-Paul (2006) skriver att valet av metod till en undersökning är en viktig fråga att ta ställning till under den inledande fasen av arbetet då metoden följer författaren under hela arbetets gång. Det viktiga är att den valda metoden är lämplig för den undersökning som ska göras och att metoden kan hjälpa författaren att nå sina uppsatta mål om vad undersökningen ska få fram.

2.1.1 Kvantitativ metod

Jag kommer i min undersökning att samla in data och i största möjliga mån försöka kvantifiera dem till ett resultat och utifrån det här resultatet generalisera och bedöma huruvida detta stämmer överens med de teorier som finns inom området. Alltså är det en kvantitativ metod jag valt för min undersökning. Anledningen till att jag valt en kvantitativ undersökning, och inte en kvalitativ, är att jag vill få fram data som på ett bra sätt visar det jag vill undersöka. En annan anledning är vidare att jag på ett lätthanterligt sätt ska kunna tolka och dra slutsatser utifrån det här resultatet. Den här metoden gör det även lätt för läsaren att se och hänga med i det jag gjort och i det resultat jag kommer fram till. Även analysen och slutsatserna blir enklare att förstå och tolka för läsaren med den här metoden. Utifrån den undersökning jag valt att göra lämpar det sig även betydligt bättre med ett kvantitativt än ett kvalitativt angreppssätt då det i undersökningen ingår att samla in och ordna numeriska data ifrån börsen.

Som stöd för det ovan sagda har jag Ejvegårds (2003) syn på kvantitativa undersökningar. Han menar att det kan vara en fördel i många undersökningar att i möjligaste mån kvantifiera data. Vidare menar han att något är kvantifierat då det kan räknas, anges i siffror eller termer som motsvarar siffror men kvantifiering behöver för den delen inte vara numerisk.

Kvantifierade data kallas hårddata och en pedagogisk finess med hårddata är att den kan presenteras på ett begripligt sätt med hjälp av tabeller och diagram. Detta gör att författaren kan presentera utförlig information på ett relativt litet utrymme. Dessutom ger tabeller och diagram läsaren möjlighet att göra egna tolkningar och analyser av stora mängder data, vilket inte alltid överensstämmer med författarens.

Vidare menar Ejvegård (2003) att fördelen med hårddata jämfört med mjukdata, i de fall där hårddata går att inhämta, är att med hårddata är det lättare att göra mer exakta och mer objektiva jämförelser då den inte behöver tolkas lika mycket som mjukdata.

Utifrån det här är det i min mening väl motiverat med en kvantitativ undersökning i den här uppsatsen och i den undersökning som jag valt att genomföra.

2.1.2 Undersökningens pålitlighet

Min undersökning avser att mäta de förändringar som skett i utdelningar från föregående år till i år och hur dessa förändringar tagits emot av marknaden. För att komma fram till ett resultat som läsaren kan finna trovärdigt är det viktigt att undersökningen verkligen mäter det den ska göra och kan ge svar på de frågor den ställer.

Bryman (2002) menar att de tre viktigaste kriterierna i att kunna bedöma samhällsvetenskapliga undersökningar, såsom denna, är dess validitet, reliabilitet och dess replikerbarhet. Även Eriksson & Wiedersheim-Paul (2006) framhåller dessa kriterier, och då främst validitet och reliabilitet, som de viktigaste kriterierna för en pålitlig undersökning. Validiteten är den förmåga instrumentet, som undersökaren använder sig av, har att mäta det den är avsedd att göra. Reliabiliteten å andra sidan är hur tillförlitliga och stabila resultat som instrumentet ger.

Det instrument jag kommer att använda mig av för att få fram de resultat jag söker är att använda mig av en, inom finansiering, vedertagen metod för att undersöka sådana här händelser. Den här metoden kallas eventstudie och mer om denna kommer jag att redogöra för senare i detta kapitel. Att det är en vedertagen metod som många forskare använt sig av i liknande undersökningar gör att validiteten i undersökningen blir hög då mycket information finns att hämta angående tillvägagångssättet för en säker undersökning. Därför är jag övertygad om att den här metoden är den som är bäst lämpad utifrån undersökningens art och att den kommer att kunna mäta det den avser att göra. Resultatet kommer genom den här metoden på ett bra sätt visa det som jag vill komma fram till, alltså ha den förmågan att visa det den är avsedd att göra.

Vad gäller tillförlitligheten och stabiliteten, alltså reliabiliteten, i mina resultat har jag försökt välja ett så pass stort urval som möjligt och som kan ge en rättvisande bild av det jag ska undersöka. Storleken på urvalet är valt med tanke på den tid som jag har på mig att bli färdig med min undersökning då processen att hitta och samla in de nödvändiga data är tidskrävande och tiden att göra det på begränsad. Därför kommer undersökningen att ha ett begränsat antal företag i urvalet men ändå vara tillräckligt stort att ge tillförlitliga resultat.

När det kommer till det begrepp som Bryman (2002) kallar replikerbarhet har jag i största möjliga mån försökt redogjort i det här kapitlet hur jag gått tillväga och vilket underlag jag använt till min undersökning. I och med det här har jag gett läsaren och andra intressenter en bild av mitt arbete och en möjlighet för dem att testa mina resultat genom att ge dem all tänkbar information för att kunna göra om min undersökning.

2.2 Litteratur- och Datainsamling

Nedan kommer jag att beskriva hur jag gått tillväga för att samla in den litteratur samt de data jag använder i min vidare undersökning.

2.2.1 Litteraturinsamling

I inledningen av mitt arbete med den här undersökningen har jag sökt och samlat in relevant information. Detta för att närmare sätta mig in i ämnet samt att samla på mig material som skulle kunna ligga till grund för min undersökning. Det jag började med var att söka efter såväl aktuell som tidigare forskning inom området dividend policy för att efter det kunna gå

djupare in i ämnet. Det gjorde jag genom att söka efter mer specifik forskning runt själva begreppet dividend announcement effect samt frågan om informationseffekter vid offentliggörandet av utdelningsförändringar. Jag har även tagit fram och gått igenom forskning angående begreppet med effektiva marknader som jag också kommer att undersöka.

Till min hjälp för att få en större förståelse runt ämnena har jag även sökt efter relevant information via litteratur i form av facklitteratur inom de båda områdena och andra tryckta böcker. Den här litteraturen var ett bra komplement till den forskning jag tagit fram. Mycket därför att den var till hjälp med att på ett enklare sätt förklara eventuella frågetecken som uppstod vid läsandet av vetenskapliga artiklar då dessa dels är skriven på en väldigt akademisk engelska samt att de kan vara svåra att få en övergripande bild av.

Den väsentliga delen som berör den här undersökningen har jag valt att återge under kapitel tre för att ge läsaren en inblick i ämnet samt ha som stöd för att förstå och kunna ta till sig undersökningen.

2.2.2 Datainsamling

Underlaget till min undersökning har jag fått genom att studera de företag som finns noterade på den svenska Large Cap-listan. Det här är den lista med företag på börsen där de största företagen, sett till marknadsvärde, finns noterade på den svenska marknaden. För att komma över gränsen till Large Cap-listan måste företaget ha ett marknadsvärde som överstiger 1,5 miljarder euro.

Anledningen att jag bestämde mig för just det här urvalet av företag beror dels på att de är de största sett till marknadsvärde och dels på att den största delen av utdelningarna sker bland dessa företag. Den kanske viktigaste anledningen till valet av de här företagen är dock att dessa företag dominerar handeln på marknaden och att omsättningen i aktierna är störst i de här företagen. Det viktiga i att omsättningen av aktier i företagen är stor gör att priset på dem kommer att vara mer rättvisande än för företag med mindre omsättning i sina aktier och mer volatila aktiekurser. Dessa företag är dessutom de mest bevakade och en nyhet från dessa företag blir snabbt analyserad av marknaden vilket får aktiekursen att reagera.

För att samla in relevanta data har jag dels studerat företagens årsredovisningar och dels letat reda på data från NasdaqOMX:s nordiska hemsida (www.nasdaqomxnordic.com) där den mesta informationen om dessa företag finns publicerad. Jag har även tagit hjälp av såväl Dagens Industris tryckta som internetbaserade börsinformationssidor (www.di.se) för att ta reda på vilka datum företagen har kommit ut med sina beslut rörande årets utdelning.

Jag började med att jämföra alla företags förändringar i utdelning från 2008 till 2009 för att se förändringen i dessa från föregående år och till i år. Därefter, för att se marknadens reaktion, undersökte jag hur aktiepriset förändrades under en period om fem dagar före och fem dagar efter den dagen informationen angående årets utdelning blivit känd. Totalt undersökte jag alltså aktiekursen för respektive företag under en period av elva börsdagar. För de flesta fall innebar det att undersöka aktiekursen dels dagarna före bokslutet för 2008 blev offentlig och dels dagen för och dagarna efter offentliggörandet. I övriga fall där utdelningen meddelats på separat datum har jag istället valt att använda det datumet som "nolldatum" i min undersökning. Det optimala hade varit om alla företag rapporterat årets utdelning på en separat dag och inte tillsammans med övriga bokslutet för året. Detta hade gett bättre bild av själva utdelningseffekten på aktiepriset dagen för offentliggörandet.

I de fall jag använt mig av bokslutsdagen är det för att det är då den tänkta utdelningsnivån meddelas från de här företagen och att det på så vis är den dagen då detta blir känt för marknaden att reagera på.

I många fall har jag även blivit tvungen att justera utdelningen/aktie för att det under året skett en förändring av antalet aktier i vissa bolag så siffrorna inte direkt har blivit jämförbara från föregående år till i år. Detta har jag gjort för att undersökningen ska bli mer rättvisande och ge en korrekt bild av hur utdelningarna har förändrats.

2.3 Eventstudie

Anledningen till att jag valt att göra en eventstudie är att det är en, inom corporate finance, välanvänd och beprövad metod. Det finns, till följd av detta, mycket litteratur inom området vilket underlättar för mig att hitta stöd för mina handlingar i andras arbete. En annan anledning till att en eventstudie är ett bra alternativ inom det jag ska undersöka är just att det är effekten av en händelse (event) som min undersökning bygger på. Nedan kommer jag att gå igenom hur en eventstudie går till och hur jag har arbetat för att komma fram till de resultat som jag senare redovisar under kapitel fyra.

Själva grunden i en eventstudie kan sägas ha sju olika steg. Campbell, Lo och MacKinlay (1997) benämner dessa steg enligt följande:

1. Definiera eventet. Till att börja med gäller det att bestämma vad som ska undersökas och under vilken period undersökningen ska göras, det så kallade eventfönstret.
2. Steg två är att ställa upp kriterier för undersökningen såsom vilka tillgångar som ska vara med och vad som ska undersökas.
3. Efter de två inledande stegen när grunden är lagd är det dags att börja med själva undersökningen. Det första steget i de är att ta fram avkastningen för tillgångarna som ska undersökas under den period som valts att titta på.
4. Nästa steg är att ta fram vad den förväntade avkastningen för tillgångarna under undersökningsperioden är.
5. Efter detta kan då den onormala avkastningen, överavkastningen, för de enskilda dagarna räknas fram för att se hur marknaden reagerar under den period undersökningen tittar närmare på.
6. I steg sex presenteras och redogörs för de empiriska resultat som undersökningen kommit fram till.
7. Sista steget i undersökningen är att tolka resultatet och sammanfatta vad undersökningen kommit fram till.

Det här är en förenklad bild av hur en eventstudie går till men det är det här som legat till grund för hur min undersökning är utformad. Jag ska nedan visa mer i detalj hur jag gått tillväga i min undersökning.

I de två första stegen, enligt ovan, har jag i min undersökning bestämt att undersöka den effekt som beslutet om utdelningsnivå har på de svenska företag som är noterade på den svenska Large Cap-listan. Anledningen till att jag valde just dessa företag har jag redogjort för i tidigare avsnitt och går inte in på det här. Vidare har jag bestämt att undersöka fem dagar före och fem dagar efter eventdagen, vilket ger en undersökning över elva dagar runt och med dagen för eventet, som är offentliggörandet av utdelningen.

I min undersökning har jag även valt att dela in företagen i kategorier efter hur de ändrat sin utdelning. De fyra olika kategorierna av företag är de som höjt sin utdelning, de med oförändrad utdelning, de som minskat sin utdelning och de som valt att helt dra in sin utdelning.

Nästa del i undersökningen är att ta fram avkastningen för dessa företags aktier under de dagar som är inkluderade i undersökningen och detta har jag gjort genom att ta fram aktiekurserna för de berörda företagen och på så sätt kunna räkna ut den dagliga avkastningen för aktierna. Detta gjorde jag för respektive företag och dag under de elva dagar som undersökningen tittade på och fick då fram den verkliga dagliga avkastningen. Därefter för att kunna bestämma den dagliga överavkastningen betstämde jag mig för att använda mig av marknadsindex för att på så sätt kunna estimerade vad som vore normalt för aktiekursen att röra sig under respektive dag. Den här metoden att använda index som mått på den förväntade avkastningen är knappast den mest sofistikerade bland forskare som använder den här metoden men den anses ändå av många, bl.a. Weston, Siu och Johnson (2001), som lika god som någon annan.

Efter detta kan då den onormala avkastningen, överavkastningen, för respektive dag och tillgång räknas ut genom att ta den verkliga minus den förväntade avkastningen enligt följande:

$$r_{jt} = R_{jt} - R_{mt}, \text{ för dagarna } -5 \leq t \leq 5, \text{ där}$$

r_{jt} = onormal avkastning för tillgång j över dag t

R_{jt} = verkliga avkastning för tillgång j över dag t

R_{mt} = avkastningen på marknadsindex för dag t (i detta fall OMX svenska index OMXPI som är index över alla svenska bolag som finns noterade på OMX Stockholm)

Efter att ha räknat fram de här resultaten för respektive företag och dag har jag sammanställt dem för att få fram den genomsnittliga överavkastningen för respektive dag och kategori av företag. Detta görs genom att summera alla enskilda företags, i kategorin, överavkastning och dela med antalet företag i den kategorin (MacKinlay 1997) enligt följande:

$$AR_t = \frac{\sum_j r_{jt}}{N}, \text{ där}$$

AR_t = den genomsnittliga avkastningen för dag t för samtliga företag i gruppen

N = antalet företag i urvalet

Anledningen till att göra den här beräkningen är, enligt Weston, Siu och Johnson (2001), att det i enskilda fall kan finnas saker som påverkar kursen på enskilda dagar och över enskilda tillgångar och genom att ta ett flertal fall får de här effekterna att försvinna. Siffrorna visar nu hur marknaden reagerar på varje enskild dag och över respektive kategori av företag.

Dessa ska, enligt MacKinlay (1997), i sin tur ackumuleras för att få fram de kumulativa genomsnittliga överavkastningen över den undersökta perioden.

$$CAR = \sum_{t=-5}^5 AR_t, \text{ där}$$

CAR = kumulativ genomsnittlig överavkastning

Det här representerar den totala effekten av en händelse sett över alla bolag över en bestämd tidsperiod och anledningen till att ta fram det här är för att se om överavkastningen är beständig över tiden (MacKinlay 1997). D.v.s. när priset på aktien förändras och om den här förändringen även finns kvar över tiden. Resultatet av undersökningen kommer även att visa tecken på hur effektiv den undersökta marknaden är på att prissätta dessa tillgångar.

2.4 Käll- och Metodkritik

Vid insamlande av information har jag i största möjliga mån försökt fått tag i primärkällor till uppgifterna jag sökt. Primärkällor är det första ledet av information och utgörs i mitt fall av vetenskapliga artiklar och en avhandling. Det är svårt i en sådan här undersökning att helt bygga upp sitt arbete på bara primära källor då det är en tidskrävande och i många fall krånglig väg till information. Detta dels för att finna relevant artiklar och papers samt att läsa och tolka dessa kan vara en svår och tidskrävande uppgift. Anledningen till det är att det finns mycket information inom områdena jag undersöker men att mycket av det jag hittat inte passar in i just det jag jobbar med och att de är skrivna på akademisk engelska vilket leder till mycket arbete i att försöka tyda dem.

De teorier jag tagit fram kommer även från sekundära källor i form utav böcker där författaren har sammanställt sin syn på teorin. Den här informationen är inte lika tillförlitlig som den primära då författaren tolkar det från dennes perspektiv och möjligheten finns att den är vinklad och att åsikter som inte författaren har inte är med. Det här leder till att trovärdigheten blir sämre än vid användandet av primära källor. De sekundära källor jag har använt mig utav har jag försökt att välja med omsorg till det ovan sagda och försökt leta på flera olika författare för att på så sätt kunna få en bättre och mer objektiv bild av området.

Då det gäller den här sekundära litteraturen har jag försökt fått fram så aktuella källor som möjligt. För mina primära källor har jag däremot valt att koncentrera mig på relevansen i dem än försökt fått tag i de mest aktuella. Detta då det i sökningen av dessa var svårt att hitta aktuell forskning som passade in i min undersökning och att de jag hittade som passade var något daterade i tiden men ändå fullt giltiga. Det optimala hade naturligtvis varit att hitta undersökningar gjorda på senare tid och som varit mer aktuella. Det ska dessutom sägas att inga radikala förändringar har skett i de teorier jag tagit fram utan de är lika aktuella idag som när de skrevs.

När det gäller metoden finns kritik främst att rikta mot urvalet och uträkningarna som ledde fram till resultatet. De data jag samlat in och den metoden i stort jag använt mig av anser jag vara tillförlitliga för att få fram det jag söker efter. De fel som kan ha uppstått på vägen är i så fall mina tolkningar och bedömningar av hur metoden skulle användas och tillämpas. Det här problemet är inte att förringa då stora fel kan ha uppstått på grund av detta. Därför har jag i största möjliga mån försökt att följa den litteratur och teori som finns kring den här typen av metod som kallas eventstudie eller händelsestudie som den korrekta svenska översättningen skulle vara. Då den data jag samlat in kommer direkt från börsen anser jag att dessa data är trovärdiga och att inga fel uppstår utifrån dessa. Eventuella fel in i den har i så fall uppstått på grund av mina beräkningar som gjorts efter att ha sammanställt uppgifterna för respektive företag när informationen skulle sammanställas. För att komma tillrätta med det här har jag varit noga i min sammanställning och i de uträkningar som har lett fram till den. För själva räknandet har jag använt mig av Microsoft Excel för att underlätta räknearbetet och för att

säkerställa säkerheten i dem. Helt säker kan jag dock inte vara på att allt är korrekt men jag har till det yttersta försökt att vara så noggrann som möjligt i min sammanställning för att få fram korrekta och trovärdiga resultat. Uppskattningen om avkastningen på marknaden, som ingår i beräkningarna, ger även det upphov till kritik då dessa kan leda till olika resultat beroende på hur dessa siffror uppskattas. Den metod jag valt att göra detta på är dock lika god som någon annan och den ger varken mer eller mindre tillförlitliga svar än andra metoder, vilket gör den okej att använda i min undersökning.

Storleken på urvalet är en annan orsak till fel som kan ha uppstått i undersökningen då ett alltför litet urval inte ger den önskade tillförlitligheten som kan krävas. Ett stort urval till undersökningen ger ett säkrare resultat då enskilda inom det här urvalet inte påverkar resultatet på samma sätt som i ett litet urval. Av de fyra kategorier av förändringar som jag undersökt är det främst i två grupper där underlaget varit något litet för att resultatet ske vara helt trovärdigt. I den ena gruppen ingår det sju bolag och i den andra åtta bolag. Detta kan ge upphov till att enskilda bolag inom de här grupperna påverkar det totala resultatet för hela kategorin och på så sätt gör resultatet missvisande för hela urvalet av företag. Det här är ett problem som jag vidare tar upp i min analys och som jag mer i detalj går in på där för att ta hänsyn till dess eventuella effekter på resultatet.

3 REFERENSRAM

Under det här kapitlet redogör jag för de teorier och tidigare forskning som ligger till grund för min undersökning. Det som tas upp här är de teorier som är lämpliga och nödvändiga att känna till och förstå för att kunna ta del av den gjorda undersökningen. Jag tar även upp en del av den tidigare forskning som är bra att känna till för att få en inblick i ämnet.

3.1 Effektiva marknader

I den första delen av det här kapitlet kommer jag att redogöra för de teorier och tidigare forskning inom området effektiva marknader. Till att börja med går jag igenom grunderna för en effektiv marknad för att sedan visa på olika former av effektivitet.

3.1.1 Egenskaper hos en effektiv marknad

En viktig utgångspunkt i den här undersökningen, såväl som i andra undersökningar som behandlar den finansiella marknaden, är huruvida marknaden verkligen är effektiv eller inte. Med effektivitet menas marknadens förmåga att prissätta tillgångarna så att priset verkligen speglar det verkliga värdet. I min undersökning kommer jag att undersöka om den svenska aktiemarknaden är effektiv eller inte och försöka få fram tecken som tyder på det eller inte. Nedan följer en förklaring på vad en effektiv marknad innebär.

Grunden för en effektiv marknad är, enligt Shleifer (2000), byggd utav tre egenskaper hos investeraren på den som, både var för sig och tillsammans, leder till just en effektiv marknad. Dessa tre är att investerare för det första är rationella i sina beslut. Den andra egenskapen är att irrationella investerare som agerar på marknaden inte påverkar priset då deras olika ageranden tar ut varandra. Den sista egenskap är att rationella investerare även tar ut de irrationella genom att utnyttja de möjligheter till arbitrage som uppstår genom deras handlande.

Shleifers (2000) förklaring till den första egenskapen, att investerare agerar rationellt, ligger i att rationella investerare värderar företag och dess aktier efter deras fundamentala värden, nämligen net present value av deras framtida kassaflöden genom risken som finns i företaget. Förändras de förväntade värdena i den här ekvationen av att nyheter om företaget kommer ut kommer också de rationella investerarna förvänta sig ett annat värde på företaget. Den rationella investeraren ser ingen idé i att vänta och agerar således direkt på den nya informationen vilket får värdet på företaget att ändras omgående.

En normal marknad består inte enbart av rationella investerare utan det förekommer även irrationella investerare som agerar utifrån helt andra värden. Dessa kan styras av en överoptimistisk tro om bolag och dess framtid eller tvärtom vara pessimistiskt inställda till information som kommer ut. Enligt Shleifer (2000) tar dessa ut varandra och det pris som uppstår från de här investerarnas agerande kommer i stort ta ut varandra och priset inte vara långt från det fundamentala satt av de rationella. Detta är argumentet till att även den här typen av investerare får marknaden att bli effektiv.

Den tredje egenskapen att marknaden hålls effektiv genom arbitrage är en utveckling av den tidigare egenskapen hos irrationella investerare. Shleifer (2000) menar att om inte den olika

synen hos dessa investerare tar ut varandra, som jag skrivit ovan, kommer det leda till att rationella investerare kan tjäna riskfria pengar på marknaden genom arbitrage. Detta genom att de utnyttjar de felprissättningar som uppstår på grund av de irrationellas agerande av att antingen övervärdera eller undervärdera priset på företagen och dess aktier. De rationella investerarna kommer genom det här se till att priset är det rätta och alltså speglar dess verkliga värde utifrån de fundamentala värdena.

Fama (1970) uttryckte det här med effektiv marknad som att det på en effektiv marknad speglas det aktuella priset på tillgångar, till fullo, av all offentlig information som finns tillgänglig på den. Det här medför att avkastningen för en tillgång över en period är helt och hållet oberoende av den information som funnits tillgänglig i föregående perioder. Detta för att priset på tillgången redan speglas av den tidigare informationen och alltså inte påverkar priset i den här perioden.

Pettit (1972) utvecklar det här resonemanget med att visa att i en värld där marknader är effektiva kommer offentliggörandet av en förändring av utdelningsnivån att leda till en omedelbar förändring av priset på aktien. Detta på grund av att utdelningsbeslutet är ny och kurspåverkande information som kommer ut på marknaden. Resultatet blir att aktier på en effektiv marknad kommer att ha en högre (om utdelningsnivån ökar) eller en lägre (om utdelningsnivån sjunker) verklig avkastning än den förväntade avkastningen. Det här gäller på dagen för offentliggörandet av informationen på en effektiv marknad. Det ska även påpekas att det viktiga inte är åt vilket håll reaktionen sker utan att en reaktion sker över huvudtaget som bevis på att marknaden på ett effektivt sätt reagerar på ny information och prissätter den snabbt och effektivt utifrån detta. På en sådan här marknad kommer ingen enskild investerare, som förlitar sig på offentlig information, konsekvent få en avkastning som överträffar marknaden.

Pettit (1972) förklarar vidare att det på en ineffektiv marknad däremot skulle samma scenario som ovan leda till att tillgångar under en viss period, och inte direkt, efter offentliggörandet kunna ge onormalt höga avkastningar. Det skulle innebära antingen att information tar tid på sig att sprida sig ut till hela marknaden eller att det finns en tendens hos marknaden att antingen systematiskt över- eller underreagera på informationen. Därmed också över- eller undervärdera tillgångarna i fråga, vilket inte kan ske på en effektiv marknad.

3.1.2 Olika former av effektivitet

Fama (1970) uttryckte den sedermera vedertagna hypotesen om en effektiv marknad såsom att det på en effektiv marknad speglas priserna av all tillgänglig information. De kriterier som den här hypotesen gäller för är:

- Inga kostnader för att kunna tillgå information
- Inga transaktionskostnader
- Informationen är lika tillgänglig för alla investerare
- Alla investerare på marknaden tolkar informationen lika

Fama (1970) kom fram till och visade på tre olika former av effektivitet som en marknad kan befinna sig i utifrån ovanstående kriterier. De olika formerna är svag, halvstark och stark form av effektivitet.

I den svaga formen av effektivitet baseras dagens priser på tillgångar på marknaden av enbart historiska data. Priserna kommer på en sådan här marknad inte att reagera på ny information,

såsom rapporter, vinstvarningar och dylikt, som kommer ut utan är alltså enbart baserad på en akties tidigare prestation. Den här typen av marknad är alltså svagt effektiv eller helt enkelt ineffektiv i att prissätta tillgångarna på den så att priserna speglar all tillgänglig information som finns angående tillgången. På en sådan här marknad kan ingen som förlitar sig på historisk information kontinuerligt få en avkastning som överstiger marknaden.

Nästa form av effektivitet som Fama (1970) visade på är den halvstarka formen. I den här formen av effektivitet är dels de historiska kurserna inräknade och dels all information som är offentlig angående tillgången. Marknaden är alltså halvstarkt effektiv om den har räknat in all offentlig information om en viss tillgång samtidigt som all historisk information också är inräknad i priset. Den halvstarka är en påbyggnad av den svaga formen som alltså ingår som en del av den halvstarka. En marknad som är halvstark lyckas alltså, på ett snabbt och effektivt sätt, räkna in den offentliga information som finns tillgänglig angående tillgångarna på den i priset på de här tillgångarna. Investerare som förlitar sig på offentlig information kan, på en sådan här marknad, inte överträffa marknaden över en längre tid.

I den tredje och sista formen av effektivitet, den starka formen, ingår båda de föregående formerna av effektivitet samt att ytterliggare information är inräknad i priset på tillgångarna. Den här ytterliggare informationen är privat information, insiderinformation, som bara finns inom bolagen själva och som inte blivit offentlig. En marknad som även har tillgång till sådan och alltså har tillgång till all tänkbar information är starkt effektiv. Lika som för de två tidigare formerna kan en investerare som har tillgång till all tänkbar information få en högre avkastning än marknaden i stort, givet en sådan här starkt effektiv marknad

Det Fama (1970) visade var tecken på att de två första formerna gällde för den amerikanska marknaden och att den alltså var halvstark till sin form då den prissatte tillgångar på ett snabbt och effektivt sätt när ny information kom ut på den.

Fama (1991) utvecklar sin hypotes ytterliggare och konstaterar att den extrema versionen av den effektiva marknadshypotesen knappast speglar verkligheten utan mer får ses som en måttstock på hur effektiv en marknad ska bedömas vara. Fama (1991) konstaterar dock att priset speglar informationen om företag så länge som marginalvinsten av att handla på informationen överstiger marginalkostnaden. Vidare gör också den effektiva marknadshypotesen att den gör det enklare för forskare att empiriskt jobba med hur ny information påverkar marknaden då de inte behöver ägna en stor och svår del av arbetet till att uppskatta kostnader för information och transaktioner.

3.2 SIGNALERINGSEFFEKTER

Under den här rubriken kommer jag närmare att redogöra för och förklara fenomenet runt signaleringseffekten och de teorier och tidigare forskning som finns inom det här området. Det här avsnittet är det som är det mest centrala i min undersökning och som är själva kärnan i mitt arbete.

3.2.1 Effekter av en förändring av aktieutdelningen

Trots att det finns många oklarheter i de teorier som finns angående utdelning och att många forskare idag har olika tankar och synsätt på det här med utdelning råder det en gemensam syn på att offentliggörandet av en förändring av utdelningen påverkar priset på aktien. Det

som är gemensamt, menar Ross m.fl. (2008), är att en ökning av utdelningen kommer leda till att priset på aktien går upp och att en sänkning av utdelningsnivån leder till att priset på aktien sjunker. Hur mycket priset går upp eller ner beror också på hur stor förändringen är. En stor förändring av utdelningsnivån kommer att ge ett större utslag på aktiekursen åt något håll beroende på i vilken riktning förändringen sker. Vidare är det också vedertaget att en sänkning av utdelningen får en starkare reaktion än en ökning, alltså att den procentuella negativa förändringen av aktiekursen är större för en sänkning än den positiva för en ökning.

Ross m.fl. (2008) menar vidare att utifrån ovanstående skulle ledningen för ett företag kunna öka utdelningen bara för att få upp priset på aktierna för tillfället och därmed värdet på företaget. Har dessutom ledningen själv aktier i företaget kan de göra detta för att få upp priset och därefter sälja sina aktier med högre vinst. I det här fallet agerar ledningen i sitt eget intresse istället för bolagets vilket är ett exempel på principal-agent problemet som jag inte ska närmare in på här i den här undersökningen.

En annan sida av det här problemet är om ledningen agerar i aktieägarnas intresse och vill maximera deras värde på lång sikt. För att göra detta måste de hela tiden kompromissa mellan det aktuella aktiepriset och det framtida priset på bolagets aktier.

Det är det här som Ross m. fl. (2008) menar är själva kärnan i problemet med att sätta rätt utdelningsnivå. En hög utdelning idag leder till högre aktiepris för tillfället men kan få konsekvenser i framtiden då en sänkning är nödvändig eller att lönsamma projekt måste väljas bort vilket kommer att påverka aktiepriset negativt i framtiden. En annan sida är att en för låg utdelning inte maximerar priset på aktierna för aktieägarna och att ledningen sitter inne med alltför mycket likvida medel för att kunna göra nåt bra utav det. Utdelningsnivån måste alltså inte bara sättas för att maximera det verkliga värdet av bolaget utan måste även sättas med hänsyn till det aktuella priset på aktierna, även fast det priset inte speglar dess verkliga värde.

Aharony och Swary (1980) har undersökt den här effekten empiriskt genom att titta på bolags värde under perioden före och efter offentliggörandet av utdelningen. De visade att bolag som höjde sin utdelning fick en onormalt hög avkastning på aktiepriset runt det här datumet och att bolag som valde att sänka sin utdelning fick en onormalt hög negativ avkastning. De visade samtidigt att den här effekten är bestående över tiden efter själva dagen för händelsen, vilket visar att marknaden räknat i händelsen och att den nu ingår som en del av det nya priset.

Ytterligare exempel på undersökningar som visat detta är två empiriska undersökningar av Asquith och Mullins (1983) och av Michaely, Thaler och Womack (1995) som tittar närmare på de extrema situationerna i att företag antingen börja eller helt dra in sin utdelning.

Den förstnämnda undersökte bolag som började med ett utdelningsprogram och den senare undersökte bolag som drog in sina utdelningar och alltså inte delade ut något alls.

Den första undersökningen, av Asquith och Mullins (1983), visade att dessa bolags aktier hade en överavkastning på i snitt 3 % när det blev offentligt att de skulle börja dela ut, vilket visar på den positiva nyhet det här är.

För de bolag som drog in sina utdelningar helt och hållet visade Michaely, Thaler och Womack (1995), att priset på deras aktier sjönk med i snitt 7 % mer än vad som kunde förväntas under normala omständigheter. Det här visar vilken negativ information det är att ett företag helt sluta att dela ut pengar.

De få svenska undersökningar som gjorts på området visar att det förekommer en viss överavkastning för svenska bolag dagen för deras bokslut då utdelningsnivån blir offentlig.

Alkebäck (1997) visar att avkastningen för bolag som ökar sin utdelning eller börjar dela ut pengar är positiv och högre än normalt. Undersökningen visar dock att avkastningen är ungefär lika oavsett storleken på den procentuella ökningen av utdelningen. En något högre avkastning fanns dock för de bolag som började dela ut pengar för första gången men denna var marginell i sin storlek. Detta stämmer inte överens med teorierna kring signalering då dessa säger att en högre procentuell ökning ska ge högre avkastning.

För bolag som sänker sin utdelning eller helt drar in sin utdelning visade Alkebäck (1997) däremot att avkastningen följer storleken på minskningen. Alltså, ju större minskning av utdelningen, procentuellt sett, desto större negativ avkastning. Detta stämde dock inte för helt inställda utdelningar där avkastningen var något högre än förväntat med en negativ överavkastning på dryga 2 %. Till skillnad mot för undersökningen om positiv utdelningsförändring stämmer teorierna överens med vad Alkebäck (1997) hittade när det gällde negativ förändring, förutom vid helt inställd utdelning, nämligen att desto större minskning desto större negativ avkastning.

I det hela visar undersökningen att det inte med säkerhet kan visas att signaleringsteorierna stämmer med hur den svenska marknaden reagerade mellan 1989-1994. Men undersökningen visar ändå att det finns starka tecken på att de givna teorierna stämmer överens med hur den svenska marknaden reagerar på de här besluten.

En annan svensk undersökning gjord av Eppens och Trapp (1992) fann inte någon onormal avkastning för företag, på dagen för bokslutet, som höjde sin utdelning samtidigt som de rapporterade om ökade vinstnivåer. Detsamma gällde för de företag som sänkte sin utdelning samtidigt som de rapporterade minskade vinstnivåer. De kunde därmed inte finna något stöd för signaleringsteorierna på den svenska marknaden mellan 1986-1990.

De empiriska undersökningar som har gjorts på den amerikanska marknaden lyckas visa att de teorier som finns även stämmer överens med verkligheten. Detta kan dock inte sägas om de svenska undersökningar som jag redogjort för ovan utan de ger en mer splittrad bild av vad som gäller för den svenska marknaden. Det är dock viktigt att ha med båda dessa perspektiv i den här undersökningen för att kunna jämföra utfallet av min undersökning med dessa. Det ska även sägas att det finns undersökningar gjorda på den amerikanska marknaden som även de inte lyckas visa på den här effekten. Jag har dock valt att ta upp den övergripande bilden av hur forskningen ser ut och inte valt att redogöra för all forskning då detta skulle ta en alltför stor plats i ett sådant här arbete.

3.2.2 Informationseffekter

Vad är det då som får marknaden att reagera som jag beskrivit ovan? Enkelt uttryckt kan det sägas vara det informationsinnehåll som en förändring av utdelningsnivån skickar till marknaden som får den att reagera som den gör. Nedan kommer jag att förklara närmare vad i informationen som leder till den här effekten på aktiepriset.

Damodaran (2001) skriver att oavsett vilka intentioner företaget än har kommer den finansiella marknaden att utvärdera varje agerande från bolaget och se dessa som en indikation på att något av de fundamentala värdena för företagets värde har ändrats. Dessa är då alltså om förutsättningarna för framtida kassaflöden eller om risken i företaget har förändrats då detta är vad som bestämmer värdet på bolaget, enligt gällande teorier inom finansiering.

Marknaden har en tendens att ta emot information som företagen släpper själva med en stor del av skepsis då företagen oftast målar upp en överdriven bild av sig själva. Därför är det viktigt för ett företag som verkligen har bra projekt på gång och som är undervärderade att försöka hitta en signal till marknaden som inte med lätthet kan kopieras av andra företag med sämre framtidsutsikter.

Ett exempel på en stark och trovärdig signal som skulle kosta andra sämre företag för mycket att skicka ut till marknaden är, enligt Ross m.fl. (2008), just en höjning av utdelningen. För att höja nivån på utdelningen måste ledningen för företaget vara säker på att de kan hålla den nya nivån även i framtiden och att de därmed kommer att ha tillräckligt bra kassaflöde för att kunna bibehålla den här nivån. Detta för att företag i allmänhet är väldigt restriktiva när det kommer till att sänka nivån på sin utdelning då detta ses som en väldigt negativ signal till marknaden angående framtiden. Den här signalen, som skickas med en höjning, meddelar marknaden att företaget förväntar sig att framtiden ser ljus ut och samtidigt är det en signal som sämre företag inte har råd med. Alltså kommer bolagen bara att höja nivån om de är säkra på att kunna klara av att hålla den även i framtiden.

Empiriska undersökningar som gjorts kan dock inte ge ett enhetligt svar på om den här informationen som skickas verkligen ger en rättvisande bild av företagets framtid. Exempelvis visar en empirisk undersökning av Denis, Denis & Sarin (1994) att bolag som väljer att höja (sänka) sin utdelning även visar på en höjd (sänkt) lönsamhet och ett starkare (svagare) kassaflöde de nästkommande åren efter en sådan här förändring, vilket är vad gällande teorier förespråkar.

Ett annat exempel som också visar på detta är Nissim & Ziv (2001) som också de ser att en förändring i utdelningen är positivt korrelerad med framtida vinster och lönsamhet. Alltså att en höjning av utdelningen leder till ökad lönsamhet och starkare kassaflöde de kommande åren efter en höjning samt att en minskning av utdelningen leder till det motsatta. De här undersökningarna visar att de teorier jag skrivit om ovan där signalen verkligen signalerar en ljusare framtid och en förmåga att kunna upprätthålla en fortsatt hög nivå på utdelningen även stämmer överens med empirin.

Andra empiriska undersökningar, bl.a. Grullon m.fl. (2005), visar dock att det inte finns något samband mellan förändringar i utdelningen i dagsläget med framtida vinster och lönsamhet. De visar istället att de är okorrelerade med varandra. Det vill säga att en förändring kan leda till både höjda eller sänkta vinster i framtiden och att inget är givet. De menar med utgångspunkt i det här att analyser av företag inte ska räkna med förändringar i utdelning i sina bedömningar av framtida kassaflöden och vinster.

I och med att de empiriska undersökningarna visar på olika resultat gör att det inte finns en enhetlig syn på det här området bland forskare. Detta har lett till att det här med utdelning har kallats för ett pussel som egentligen inte kan tydas på vare sig det ena eller andra sättet och ge bedömare den prognos för framtiden som de önskar.

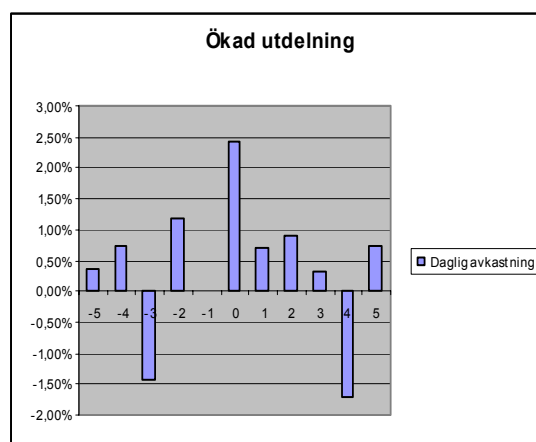
4 REDOVISNING AV RESULTAT

Nedan redovisar jag resultatet från min undersökning som består av data från de 56 företag som finns noterade på den svenska börsens Large Cap-lista. För att se vilka företag som är med i undersökningen hänvisar jag till Bilaga 1 som visar företagens namn samt hur de förändrat sin utdelning till i år. Resultaten redovisar jag först för sig i de olika kategorierna, ökad, oförändrad, minskad samt inställd utdelning varefter jag sammanställer de olika resultaten i sista avsnittet.

4.1 Effekt av höjd utdelning

Dag	Ökad utdelning	
	AR	CAR
-5	0,37%	0,37%
-4	0,73%	1,09%
-3	-1,43%	-0,33%
-2	1,19%	0,85%
-1	0,01%	0,86%
0	2,43%	3,29%
1	0,72%	4,01%
2	0,91%	4,92%
3	0,32%	5,24%
4	-1,70%	3,54%
5	0,75%	4,28%

Tabell 4.1 Källa: Egen konstruktion



Figur 4.1 Källa: Egen konstruktion

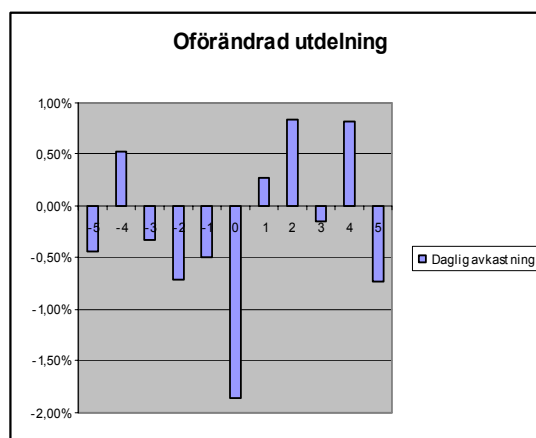
Av de 56 undersökta företagen var det åtta stycken som valde att höja sin utdelning till i år. Det är resultatet från dessa företag som redovisas ovan i Tabell 4.1 och Figur 4.1. Tabell 4.1 visar dels den samlade dagliga avkastningen (AR) för de företag som höjde sin utdelning samt den ackumulerade avkastningen (CAR). Som framgår av tabellen ovan har dessa företag en genomsnittlig överavkastning om hela 2,43 % på dagen för offentliggörandet. Tabellen visar även att den här effekten håller i sig de närmaste dagarna efter och den generella trenden är att den är bestående, vilket CAR visar för dagarna 1-5, och att den inte faller tillbaka de närmaste dagarna efter händelsen.

Figur 4.1 visar hur den dagliga avkastningen (AR) svänger från dag till dag med en markant uppgång just under dagen för offentliggörandet. Figuren visar också på en positiv överavkastning 8 av 10 dagar runt händelsen och att trenden för de här aktierna är att överavkastningen är bestående även de följande dagarna. Totalt sett blir den ackumulerade överavkastningen (CAR) kraftigt positiv för de företag som höjde sin utdelning till i år.

4.2 Effekten av oförändrad utdelning

Dag	Oförändrad utdelning	
	AR	CAR
-5	-0,43%	-0,43%
-4	0,53%	0,10%
-3	-0,32%	-0,22%
-2	-0,71%	-0,93%
-1	-0,49%	-1,42%
0	-1,86%	-3,28%
1	0,27%	-3,01%
2	0,84%	-2,17%
3	-0,14%	-2,31%
4	0,82%	-1,49%
5	-0,73%	-2,22%

Tabell 4.2 Källa: Egen konstruktion



Figur 4.2 Källa: Egen konstruktion

Tabell 4.2 och Figur 4.2 visar de sammanvägda resultaten av de 15 av 56 företag som valde att hålla sin utdelning oförändrad till i år.

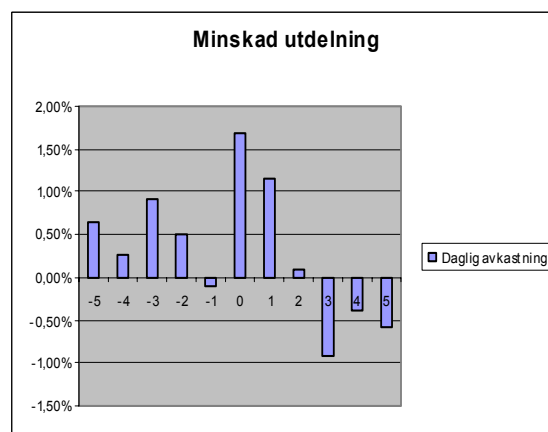
Det som framgår av Tabell 4.2 är att beskedet att hålla kvar utdelningen på samma nivå som tidigare år tas emot negativt av marknaden då dessa företag har en genomsnittlig negativ överavkastning om 1,86 % dagen för beskedet. Trenden här är dock att kurserna återhämtar sig något de närmaste dagarna efter men att den negativa effekten ändå består.

Som framgår av Figur 4.2 föregås den kraftiga negativa överavkastningen på dagen för händelsen av flera dagars negativ överavkastning även på dagarna före själva händelsen. Figuren visar även det Tabell 4.2 visar, nämligen att kurserna för de här aktierna återhämtar sig något de följande dagarna efter händelsen. Trots detta blir den totala överavkastningen för hela undersökningsperioden (CAR) negativ som tabellen visar.

4.3 Effekt av minskad utdelning

Dag	Minskad utdelning	
	AR	CAR
-5	0,65%	0,65%
-4	0,27%	0,92%
-3	0,92%	1,84%
-2	0,52%	2,35%
-1	-0,11%	2,24%
0	1,69%	3,93%
1	1,16%	5,10%
2	0,09%	5,19%
3	-0,92%	4,27%
4	-0,39%	3,87%
5	-0,58%	3,29%

Tabell 4.3 Källa: egen konstruktion



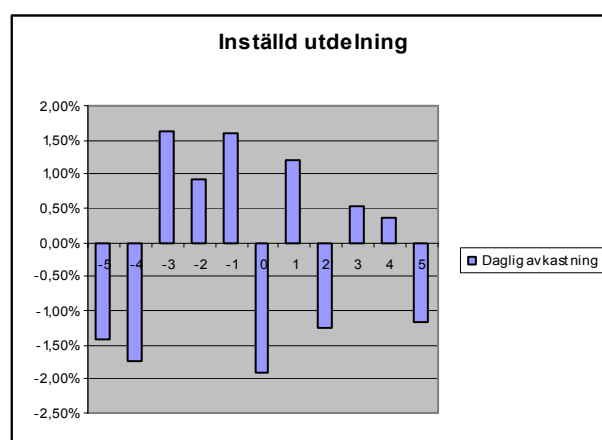
Figur 4.3 Källa: Egen konstruktion

Nära hälften av de undersökta bolagen, nämligen 26 av 56 företag, valde att minska sin utdelning till i år. De sammanvägda resultaten från dem visas i Tabell 4.3 och Figur 4.3 ovan. Effekten av beskedet av minskad utdelning framgår av Tabell 4.3. Den visar på en hög positiv överavkastning för både dagen för offentliggörandet och för dagen efter. Detta alltså trots att företagen i den här gruppen minskade sin utdelningsnivå. Trenden är dessutom, visar Figur 4.3, att det dagarna innan händelsen har varit övervägande positiv överavkastning för företagen. Trots att det sker negativ överavkastning under de sista dagarna av perioden, enligt Figur 4.3, blir den ackumulerade överavkastningen (CAR) positiv sett över hela undersökningsperioden, vilket framgår av Tabell 4.3.

4.4 Effekten av inställd utdelning

Dag	Inställd utdelning	
	AR	CAR
-5	-1,41%	-1,41%
-4	-1,73%	-3,14%
-3	1,63%	-1,51%
-2	0,93%	-0,58%
-1	1,59%	1,01%
0	-1,91%	-0,90%
1	1,20%	0,30%
2	-1,26%	-0,97%
3	0,52%	-0,45%
4	0,35%	-0,10%
5	-1,17%	-1,27%

Tabell 4.4 Källa: Egen konstruktion

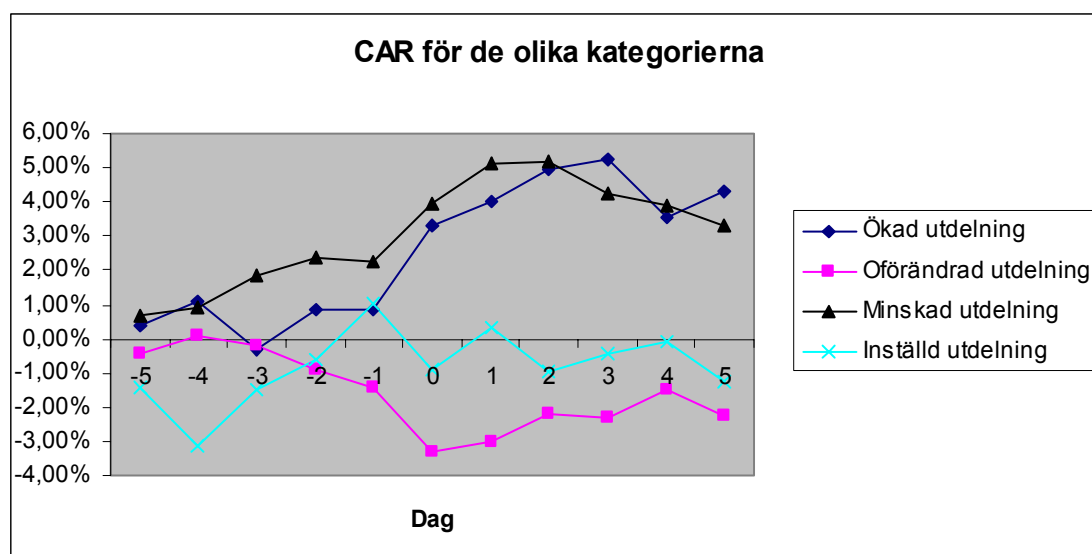


Figur 4.4 Källa: Egen konstruktion

Totalt var det sju av de 56 undersökta företagen som valde att helt dra in sin utdelning till i år. Det sammanvägda mottagandet på marknaden för de här bolagen visas ovan i Tabell 4.4 och Figur 4.4.

Effekten av inställd utdelning är jämfört med de andra något spretig. Det är svårt att se någon trend bland dessa företag där det svänger kraftigt från dag till dag och i olika riktningar. Det övervägande är dock att det finns en negativ trend sett över tiden men att denna inte är så stor utan svänger runt noll. Som framgår av både Tabell 4.4 och Figur 4.4 är att överavkastningen på själva dagen 0 är kraftigt negativ. Den återhämtar sig dock rätt kraftigt redan dagen efter vilket är ett tecken på en rekyl från marknaden att nyheterna inte var så dåliga som första mottagandet gjorde gällande. Trenden därefter är sedan att marknaden räknar ned de här aktierna något så den totala överavkastningen för undersökningsperioden (CAR) blir negativ.

4.5 Sammanställning av resultaten



Figur 4.5 Källa: Egen konstruktion

Figur 4.5 visar en sammanställning av resultatet för de fyra olika kategorierna jag redogjort för ovan. Som framgår av figuren är den ackumulerade avkastningen (CAR) för grupperna med ökad och minskad utdelning positiv med en trend som är bestående även dagarna efter händelsen. Det som kan uppmärksammas är att avkastningen, för gruppen med företag som minskat sin utdelning, är att den även är stigande dagarna före händelsen och att den på dagen tar ett ytterligare kliv upp. Detta medan den för företag som ökat sin utdelning ligger strax över noll fram till på dagen för händelsen för att på dagen ta ett kraftigt kliv uppåt. För båda dessa kategorier gäller att den överavkastning de uppnår även är bestående dagarna efter, trots att det svänger något. Trenden är dock något ned för kategorin av företag som valt att minska sin utdelning men inte så pass dramatisk att den påverkar intrycket från den kategorin.

Av figuren ovan framgår det också att, som jag redogjort för tidigare, den ackumulerade överavkastningen (CAR) för företagen med oförändrad utdelning ligger runt noll dagarna innan händelse. Dagarna -2 och -1 börjar dock trenden svagt luta nedåt för att på dagen händelsen sjunka den kraftigt och trenden är sedan att den negativa överavkastningen även är bestående dagarna efter händelsen trots den svaga uppgången.

Till sist har vi då gruppen med företag som helt ställde in sina utdelningar och för dem är trenden något svår att följa. Den börjar med kraftiga nedgångar flera dagar före själva händelsen för att sedan gå upp till strax över noll totalt sett. På dagen noll sker en kraftig nedgång, vilket var väntat. Efter dagen för händelsen händer inget anmärkningsvärt utan överavkastningen blir att ligga kvar strax under nollstrecket.

Sammantaget för de olika grupperna är dock att den trend som setts vid själva händelsen inte förändras nämnvärt dagarna efter och att den alltså är bestående. Det sammanvägda är också att den kraftigaste reaktionen sker på dagen 0.

Vad gäller trenden dagarna före händelsen är den mer svårsammanfattad. För de kategorierna med företag med ökad respektive oförändrad utdelning ligger överavkastningen rätt stilla dagarna före händelsen för att sedan sticka iväg åt respektive håll på dagen för händelsen. För kategorin minskad utdelning börjar deras överavkastning röra sig flera dagar före händelsen för att inte reagera lika kraftigt på dagen 0. Även här är trenden för de företag som valt att ställa in sin utdelning något svår att se. Perioden inleds med stora negativa överavkastningar för att sedan återhämta sig dagarna innan händelsen för att på dagen sjunka kraftigt igen.

5 ANALYS

I det här kapitlet kommer jag att analysera de resultat jag kommit fram till i föregående kapitel med de teorier och tidigare forskning som jag redogjort för i den referensram som kapitel 3 utgör.

5.1 Effektivitet

Utifrån min undersökning går det att se tecken på graden av effektivitet på den svenska finansiella marknaden. Utgår vi från mina resultat, då främst Figur 4.5, går det att se att marknaden reagerar på den nya informationen som det här offentliggörandet av utdelning är och att informationen är kurspåverkande. Även i det fall att utdelningen hålls oförändrad leder det till en reaktion på aktiepriset vilket är ett tecken på vilka förväntningar marknaden har och hur marknaden tar emot den här nya informationen.

Enligt Fama (1970) och Pettit (1972) borde kurserna dagarna före händelsen ligga relativt stilla runt noll, sett till överavkastning (AR). Momentant på dagen för händelsen borde de stiga eller sjunka beroende på vilken information som kommer ut och på vilka förväntningar marknaden har. Efter händelsen borde sedan kurserna ligga kvar på den nya nivån då den nya informationen nu är inräknad i aktiepriset, d.v.s. att överavkastningen (AR) borde ligga runt noll och att den ackumulerade (CAR) borde förbli oförändrad runt den nya nivån. Hur väl stämmer detta överens med min undersökning?

Ser vi till de resultat som undersökningen visar har de fyra olika kategorierna respektive olika mönster för hur de beter sig före och efter själva händelsen. Ser vi på resultaten var för sig kan vi då urskilja följande för respektive kategori.

För de företag som ökade sin utdelning till i år följer de till en början den teori som jag beskrivit ovan och visar liknande resultat som Pettit (1972) fick fram. Detta då överavkastningen ligger relativt stilla runt noll för perioden före händelsen och att överavkastningen var starkt positiv på dagen noll. Därefter är det mer svårtolkat då den ackumulerade överavkastningen (CAR) fortsätter att öka de närmaste dagarna till ytterligare högre nivåer. Det sista stämmer inte helt överens med teorierna men är heller inte helt olika dem då övergripande trenden ändå är att den ligger kvar på den nya nivån efter händelsen trots den svaga uppgången. Den här kategorin visar tydliga tecken på att den svenska marknaden är effektiv i att prissätta tillgångar när nya uppgifter kring dem blir tillgängliga för marknaden.

Ser vi vidare på kategorin bolag med oförändrad utdelning syns även här en trend att ligga runt noll dagarna innan händelsen med en viss nedåtgående trend dagarna -2 och -1. Detta är ett tecken på att marknaden ställer in sig på dåliga nyheter vilket kan bero på två saker. Antingen att investerare har tillgång till insiderinformation eller att de helt enkelt spekulerar i händelsen som ska inträffa. Det senare är då det mest troliga. Den kraftigt negativa reaktionen på dag 0 är även det ett tecken på effektivitet trots den negativa reaktionen. Att reaktionen är kraftig är bara ett tecken på att marknaden reagerar på den nya informationen vilket stämmer överens med teorierna om effektivitet och som Pettit (1972) också påpekar. Varför kurserna reagerar så kraftigt negativt kommer jag att analysera senare och inte gå in på här.

Lika som var fallet för de företag som ökade sin utdelning ser vi även här att trenden är att överavkastningen (CAR) ligger kvar på den nya nivån. Detta i sin tur är även det ett tecken på att marknaden är effektiv och att den nya informationen är inräknad i priset och att marknaden varken över- eller undervärderade den nya händelsen vid offentliggörandet.

När det kommer till den tredje kategorin med företag som valde att minska sin utdelning blir tecknen på effektivitet svårtolkade. Som vi sett i Figur 4.5 och 4.3 samt Tabell 4.3 har dessa bolag en positiv överavkastning dagarna -5 till -2 för att sedan ligga i stort sett still dagen före händelsen. Dagarna 0 och 1 tar sedan överavkastningen fart igen för att sedan ligga still och falla tillbaka de tre sista dagarna av undersökningen. Den här kurvan ger en svårtolkad bild av effektiviteten på marknaden då den avviker från de givna teorier som finns. Att den minskade utdelningen leder till positiv överavkastning stämmer inte överens med Pettit (1972) som visar att en minskad utdelning leder till negativ överavkastning på en effektiv marknad. Enligt den här teorin skulle alltså den svenska marknaden inte kunna ses som effektiv men då det är speciella tider just nu behöver inte detta vara ett tecken på det sagda. Ett tecken på effektivitet är dock att marknaden ändå reagerat så kraftigt på de här nyheterna. Den troligaste förklaringen till det här är marknadens förväntningar inte stämt överens med vad som skedde. Mer ingående om detta kommer jag att diskutera senare i min analys om signaleringseffekterna i utdelningen.

Som vi däremot kan se om vi ignorerar tecknet på överavkastningen är att marknaden redan dagarna innan händelsen spekulerar i goda nyheter då bolagen under flera dagar har en positiv överavkastning. Marknaden visar även att den tar emot nyheterna på ett positivt och snabbt sätt genom att på själva dagen för händelsen ge den här kategorin bolag en kraftigt positiv överavkastning, vilket även håller i sig dagen efter händelsen. Som vi ser i slutet av perioden sker en viss negativ överavkastning vilket kan vara ett tecken på att marknaden till en början övervärderade informationen i nyheterna och att marknaden alltså missat att på ett effektivt sätt prissätta bolagen i fråga. Detta skulle, enligt Pettit (1972), vara ett tecken på en ineffektiv marknad och enligt Shleifer (2000) att de irrationella investerarna haft ett större inflytande på marknaden runt det här datumet innan de rationella återställer kursen till dess verkliga värde.

Den sista kategorin med företag, de som valde att ställa in sin utdelning, visar upp en bild som är än mer svårtolkad ur ett effektivitetsperspektiv. Det som kan sägas om rörelsen efter själva dagen för händelsen är att CAR ändå ligger kvar runt den nivå som uppstår vid dag 0 vilket i sig är ett tecken på effektivitet som jag beskrivit ovan. Även att det sker en kraftig negativ överavkastning på dag 0 är även de ett bevis för att marknaden reagerar på nyheterna även om den negativa överavkastningen skulle kunna tänkas vara större för de här bolagen. Vad gäller händelserna dagarna innan dag 0 blir det svårare att försöka ge något svar. Kurserna börjar med att kraftigt falla mer än väntat för att sedan återhämta sig till dag -1. Detta kan vara ett tecken på en orolig marknad som är osäker på vad för nyheter de här bolagen ska komma med och att det sker en vild spekulation i de här bolagen. Det som gör de här siffrorna något osäkra är att antalet bolag i den här kategorin är några till antalet och att siffrorna då lätt blir missvisande då enskilda bolag får större genomslag på resultatet. Av den här anledningen är jag försiktig i att dra alltför stora poänger av de här resultaten. Det som kan sägas är dock att de här resultaten avviker från de teorier som jag tidigare redogjort för, när det kommer till dagarna före dag 0, men att de får anses stämma rätt bar från dag 0 och framåt.

Sammantaget över de fyra kategorierna kan jag ändå konstatera att effektiviteten på den svenska marknaden är god. På en verklig marknad, som den svenska, finns det anomalier och att resultaten på en sådan skulle kunna jämföras med den förenklade bild som Fama (1970) använder, som räknar bort flera viktiga parametrar, vore naivt. Därför anser jag att min

undersökning som undersöker den svenska marknaden, som innehåller diverse anomalier till sin karaktär, måste jämföras i ett vidare perspektiv än direkt mot teorin. De anomalier som kan tänkas finnas är ju mycket det som Shleifer (2000) tar upp som grunder till en effektiv marknad att det finns en stor del irrationella investerare som har en större inverkan än teorin medger. En annan anomali som får sägas ha ett stort inflytande på marknaden under den undersökta perioden är den oroliga marknad som har varit under den här krisen och att en orolig marknad kännetecknas av irrationalitet. De här oroligheterna har fört med sig kraftigt ändrade kurser från dag till dag som kan vara en förklaring till att resultaten avviker något från teorin, främst vad gäller kurserna innan händelsen. Marknaden kan ändå ha en god effektivitet trots dessa avvikelser från teorin. Detta är anledningen till att jag kommer fram till att den svenska marknaden har en god effektivitet trots de avvikelser från teorin som finns och att marknaden kan sägas vara halvstark till sin form. Förklaringen till det sistnämnda får jag från att marknaden ändå lyckas ställa in sig på den nya offentliga informationen på ett snabbt och effektivt sätt såsom Fama (1970) menar kännetecknar en halvstark marknad.

5.2 Signalering

Nu till kärnan i min undersökning, nämligen hur årets utdelningsbeslut tas emot av marknaden och vilka signaler de här besluten skickar till marknaden. Är det någon skillnad mot för de teorier som jag har redogjort för i kapitel 3 eller kommer mina resultat att stämma överens med vad dessa säger?

För att på ett lättöverskådligt sätt visa och jämföra mina resultat med tidigare forskning och teorier kommer jag att analysera de fyra kategorierna först var för sig och därefter försöka göra en generell analys över hela undersökningen.

5.2.1 Signalerna från höjd utdelning

Ser vi först till den första kategorin företag som valde att höja sin utdelning till i år visar det sig att de får en oväntat hög avkastning på dagen för händelsen och att den nivån också är bestående. Detta framgår av Tabell 4.1 och Figur 4.1 samt Figur 4.5 vilka visar den här överavkastningen över perioden. Det här stämmer väl överens med de teorier som Ross m.fl. (2008) skriver om och visar att beslutet att höja utdelningen är en starkt positiv signal.

Det stämmer även överens med den tidigare forskningen på området gjord av Aharony och Swary (1980) som även de lyckades visa den här effekten på den amerikanska marknaden. När det kommer till de svenska undersökningarna stämmer resultatet i min undersökning väl in i de resultat som Alkeback (1997) visade men däremot avviker de från det Eppens och Trapp (1992) kom fram till i sina undersökningar av den svenska marknaden.

Att det här resultatet stämmer väl överens med tidigare undersökningar och teorier är inte så överraskande då en höjning i vilket konjunkturläge som än råder får anses ha en positiv effekt. Det som snarare vore rimligt är att det under de tider som nu råder för marknaden och företagen på den, att en höjning borde ge en extra hög överavkastning än som vore fallet under normala förhållanden. Detta för att de företag, som i dessa tider av kris, har råd att höja sin utdelning skickar en stark signal att de kommer att klara av det rådande läget och att de kommer att kunna behålla den högre nivån av utdelning även i framtiden, i likhet med det Ross m. fl. (2008) beskriver. Marknaden borde därför belöna den här kategorin extra i dessa tider av kraftigt försämrade marknadsutsikter för marknaden i stort.

Stöd för detta finns i de undersökningar som gjorts av Denis, Denis och Sarin (1994) och Nissim och Ziv (2001) som visar att en höjning av utdelningen är ett tecken på fortsatt god

lönsamhet och starkt kassaflöde som kan möta den här nya nivån. Undersökningen av Grullon m.fl. (2005) visar dock att så inte absolut är fallet utan att framtiden även är oviss för den här kategorin av bolag.

Oavsett vilken av ovan nämnda undersökningar som visar sig ha rätt för de här företagen i framtiden är signalen från dem i dagsläget att de kommer att kunna ha ett fortsatt starkt kassaflöde med en god lönsamhet. Detta i sin tur får värdet på bolaget att öka vilket speglas i ett högre aktiepris. Sett till resultatet för den här kategorin visar den här undersökningen att de teorier som finns stämmer överens med empirin. Det som dock gör det här resultatet mindre robust till sin karaktär är att underlaget i just den här kategorin är för få för att kunna helt fastställa det här resultatet. Ett större underlag hade varit att föredra för att få fram säkrare siffror och minska osäkerheten i undersökningen.

5.2.2 Signalerna från oförändrad utdelning

Av det som framgår av de resultat jag redovisat under kapitel 4.2 framgår det att de resultaten inte stämmer överens med de teorier och tidigare forskning på det här området. Av de givna teorierna jag tagit upp borde en oförändrad utdelning inte ge upphov till några stora svängningar på dagen för offentliggörandet. Kurvan, i Figur 4.5, borde för den här kategorin ligga och pendla runt noll sett över hela perioden. Detta är dock inte fallet i min undersökning och det som skiljer är det kraftigt negativa resultatet som de här bolagen, under den här kategorin, får när de kommer ut med sitt beslut rörande årets utdelning. Informationen som skickas borde vara neutral och inte ge upphov till sådana här kraftiga svängningar, enligt Ross m.fl. (2008). De relativt små förändringar som sker före och efter dag 0 är små i jämförelse vilket i sig stämmer överens med teorin. Det remarkabla är däremot att avkastningen på dag 0 är så kraftigt negativ vilket får anses vara en klar avvikelser från teorin.

Vad det här beror på kan förklaras på olika sätt och de mest troliga är, enligt mig, att eftersom utdelningsbeslutet meddelas samtidigt som bokslutet för föregående år får även de nyheterna genomslag här. Även att marknaden tar emot beslutet att behålla den tidigare utdelningsnivån som något vårdslöst och dumdrigt i dessa tider kan få den här effekten på aktiekurserna.

Med utgångspunkt i den första av de två anledningarna kan den förklaras med att många företag rapporterade kraftigt försämrade resultat i sina bokslut för föregående år, och då främst i fjärde kvartalet, och att de nyheterna påverkade kurserna negativt. Många rapporterar också dystra förväntningar för framtiden. Det här samtidigt som de väljer att behålla nivån på utdelningen i år kan tolkas, av skeptiker, som att de inte kommer att kunna behålla den här nivån i framtiden. Det här stämmer överens med det Damodaran (2001) skriver, nämligen att marknaden tar emot information från bolagen med en stor portion skepsis och att de i själva verket går sämre än vad de vill ge sken av. Vilket får kurserna när det här kommer ut att falla mer än vad som kunde förväntas.

En svaghet med min undersökning är att i stort sett alla företag, med ett fåtal undantag, rapporterar sin utdelning på samma dag och i och med att de kommer ut med sina bokslut för helåret samt resultatet för sista kvartalet av föregående år. Det kan i det här fallet ha haft en alltför stor påverkan på resultatet vilket gör siffrorna något osäkra.

Den andra anledningen jag nämnt är att marknaden tar emot de här besluten att behålla utdelningen på samma nivå som något negativt då de istället skulle ha sänkt för att på så sätt säkra sin likviditet för den närmaste tiden. Förklaringen till det här är att företag som börjar se en vikande orderingång med sänkt lönsamhet och sjunkande kassaflöde som följd redan på ett

tidigt stadium bör se över sin likviditet. Det här för att de ska vara säkra på att kunna fullgöra sina betalningsåtaganden till leverantörer och anställda och inte hamna på obestånd och vidare mot en konkurs. Marknaden kan ha gjort den bedömningen att de här företagen istället för att hålla kvar sin utdelning på samma nivå istället borde ha sänkt sin utdelning. Detta för att ha säkra marginaler och god likviditet även om den rådande krisen skulle bli djup och långvarig. En alltför stor utdelning kan också leda till att företagen kan tvingas ta in nytt externt kapital genom en nyemission som är ett dyrt sätt att få in pengar för företaget.

Den mest troliga av de här anledningarna är dock att den förstnämnda då de rapporterade resultaten över lag varit sämre än väntat. Antalet företag i undersökningen är för litet för att kunna få bort det här bruset i undersökningen helt vilket är en svaghet. Den andra anledningen är dock viktig att ha med sig och ger en lika god förklaring till det avvikande resultatet.

En annan mindre trolig förklaring kan vara att marknaden förväntat sig att företagen över lag skulle höja sin utdelningsnivå men i dessa tider framstår inte den här förklaringen som trolig eller särskilt relevant.

Helt klart är dock att den här kategorin inte stämmer överens med vad teorin och tidigare forskning säger och att den är avvikande.

5.2.3 Signalerna från minskad utdelning

Den här kategorin av företag är den som minst av alla stämmer överens med vad teorin säger. Teorin, Ross m.fl. (2008), säger att en sänkning av utdelningen ska leda till att värdet på företaget sjunker på grund av signaleringseffekten i meddelandet. Aharony och Swary (1980), på den amerikanska marknaden, samt Alkeback (1997), på den svenska, har visat detta empiriskt i sin forskning att detta är något som stämmer. Det som framgår av Tabell 4.3 samt, syns extra tydligt, i Figur 4.5 är att så inte är fallet i min undersökning utan här har dessa företag överlag en kraftigt positiv överavkastning sett till hela perioden och inte bara till själva dagen för händelsen. Det som sker på dag 0 och dag 1 är det som mest avviker från teorin då överavkastningen för de här dagarna är så pass stor. Det avvikande är inte bara att avkastningen är positiv utan också att den är så pass stor under dessa dagar. Att kurserna därefter ändå får sägas ligga kvar på en hög nivå, trots nedgången i slutet av perioden, tyder på att marknaden har tagit emot de här nyheterna på ett bestående positivt och glädjande sätt. Då antalet företag var relativt stort sett till hela undersökningen i den här kategorin får även resultatet anses vara robust och att det ger en rättvisande bild av hur det tagits emot. Eventuellt brus från boksluten i övrigt borde för den här kategorin vara betydligt lägre än för kategorierna med höjd respektive inställd utdelning där antalet bolag i undersökningarna var betydligt färre.

Vad kan det då finnas för förklaringar till det här fenomenet att den här kategorin så fullständigt går emot teorin?

De tre förklaringar jag anser är de mest troliga är att marknaden antingen förväntade sig en kraftigare sänkning av utdelningen eller att marknaden tog emot de här besluten som en positiv försiktighetsåtgärd vad gäller likviditeten i företaget och den framtida betalningsförmågan. Den tredje och sista förklaringen är, enligt mig, att marknaden redan räknat in och förväntar sig sämre kassaflöde eller ökad risk i bolaget som överstiger informationsvärdet i den information som utdelningsförändringen ger.

Hade då marknaden förväntat sig ytterliggare sänkningar av utdelningen kom de här besluten som en positiv nyhet och de gällande teorierna kring signaleringseffekterna skulle då kunna

förklara det här fenomenet. Nu har jag inte med den här parametern i min undersökning där jag räknar in den förväntade nivån på utdelningen för företagen. Detta för att processen att samla in en stor mängd analyser av företagens förväntade utdelningar och sedan sammanställa dessa för vart och ett av företagen skulle vara en allt för tidskrävande uppgift för den här typen av undersökningar. Den här förklaringen faller dock på det jag tidigare nämnt att det i den här kategorin ingår ett stort antal företag. Chansen att marknaden räknat med kraftigare sänkningar än de som blev gjorda för en majoritet av bolagen finner jag som mycket små. Dels för att många av de här företagen redan sänkt sin utdelning kraftigt samt att marknaden är medveten om företagens motvillighet att sänka sin utdelning. Därför borde den förväntade utdelningen från de här företagen vara att den ska förbli oförändrad eller att en liten sänkning ska ske sett över en större mängd företag.

Den andra mest troliga förklaringen, och den jag tror mest på, till det här är att marknaden värdesätter att företagen ifråga väljer att sänka sin utdelning. Detta för att företagen visar marknaden att de ser allvarligt på krisen och att de försöker hitta åtgärder för att företaget även på lång sikt ska kunna fullfölja sina åtaganden och vara väl rustade när konjunkturen vänder. En sådan åtgärd är just att se till att inte dela ut för mycket pengar så likviditeten i framtiden kan bli ansträngd utifall krisen blir långvarig. I vanliga fall skulle det här ses som ett svaghetstecken från de berörda företagen med kraftigt sänkta aktiekurser som följd. Men i en sådan extrem situation som vi nu har och haft sedan i höstas, kan det istället leda till att marknaden ser och bedömer den information som kommer ut på ett annorlunda vis. På grund av det här bedömer jag att den här förklaringen är den mest troliga till att marknaden så positivt tar emot det här beskedet.

Den tredje förklaringen som jag tar upp är den att marknaden redan har räknat in en kraftig sänkning av det förväntade framtida kassaflödet och/eller att den förväntade risken i bolaget kommer öka kraftigt. Ändras förväntningarna kring dessa fundamentala värden, som ligger till grund för värderingen av företagen, på grund av ny information som kommer ut kommer också värdet av företaget att förändras, enligt Damodaran (2001). Ger den information som kommer ut en bättre bild av framtiden vad gäller kassaflöde eller risk än vad som förväntats innan kommer alltså värdet att öka enligt de givna teorierna kring informationseffekter. I det här fallet skulle det betyda att marknaden redan har förväntat sig en mycket kraftig försämring av kassaflödet och/eller en kraftigt ökad risk i de här företagen och att offentliggörandet av utdelningsnivån får bedömare att ändra sina förväntningar angående de här värdena. Att så är fallet i enskilda företag är inte en omöjlighet. Det som gör att den här förklaringen inte riktigt håller här är, som jag beskrev till första förklaringen, att antalet företag är relativt stort i den här kategorin att sådant brus från enskilda företag inte ska påverka det totala resultatet.

Trots de här förklaringarna finner jag dock att resultatet är uppseendeväckande och något förbryllande. Den poäng jag kan hitta i den här kategorin av företag är att de konventionella teorierna inte gäller för den här typen av situationer som vi har haft på marknaden nu den senaste tiden. Hade istället min undersökning varat över flera år och kanske fångat in en hel konjunkturcykel skulle resultatet ha blivit annorlunda och mer likt de teorier och tidigare forskning som jag redogjort för.

5.2.4 Signalerna från inställd utdelning

Som de gällande teorierna gjort gällande är händelsen att företag helt väljer att dra in sin utdelning en extrem situation. Michaely, Thaler och Womack (1995) fann i sin forskning att den här åtgärden ledde till en negativ överavkastning på hela 7 %. Detta är en kraftig signal

från marknaden att det här är dåliga nyheter. Även Alkeback (1997) visade på en negativ överavkastning för den här gruppen och visade att den låg på dryga 2 % för den period han undersökte. Detta stämmer överens med de teorier som Ross m. fl. (2008) som förklarar att ju större minskning desto större negativ överavkastning uppstår vid dagen för händelsen och att en helt inställd utdelning därför i sin tur leder till en extra stor nedgång.

De resultat jag fått fram i min undersökning visar sig stämma väl med de resultat som Alkeback (1997) visade på om jag väljer att fokusera på själva dagen för händelsen. Min undersökning visar på en överavkastning om -1,91 %, enligt Tabell 4.4, vilket alltså är i paritet med Alkeback (1997) som alltså visade på en överavkastning om dryga -2 %. Så långt allt väl men ser vi dock på ett intervall runt dag 0 (-1,0,1) är den totala överavkastningen positiv med starka uppgångar såväl dagen före som dagen efter beslutet blev känt.

Det mest avvikande med det är den uppgång som sker på dag 1 där en stor del av föregående dags nedgång återhämtas. Vidare, som framgår av resultaten, sker inget dramatiskt med avkastningen för de här företagen utan den ligger still runt 0.

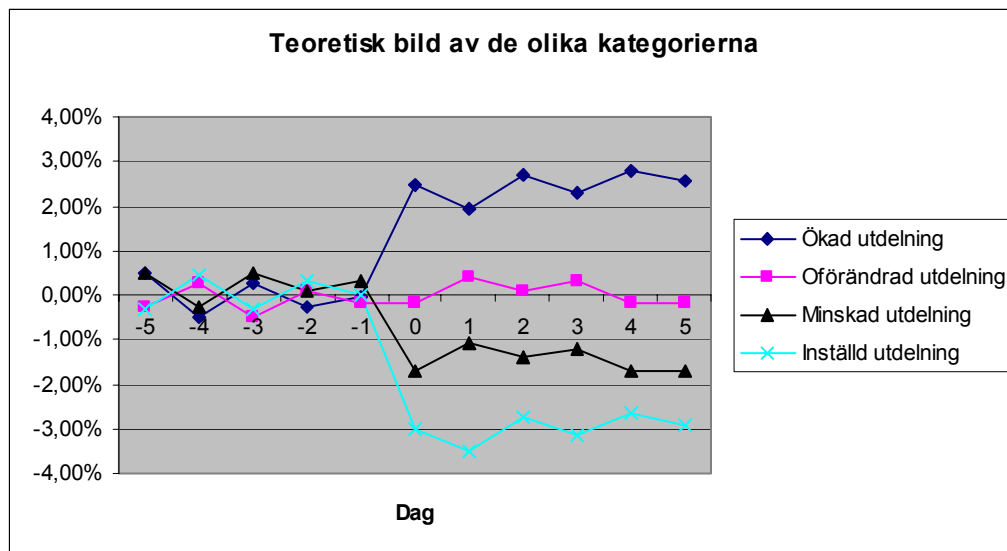
En förklaring till det här kan ligga i att bedömare ser den här åtgärden som ett tecken på att företagsledningen ändå har insett sina problem och är villiga att på ett kraftfullt sätt ta tag i det för att få tillbaka bolaget på rätt kurs igen. Den här förklaringen är grundad på att de företag som gjort den här åtgärden på något sätt befinner sig i kris och att de är i ett stort behov av att se över deras likvida status. Det här gäller främst då bankerna som har fått utstå stora påfrestningar i den här krisen och som är de som drabbats hårdast av den rådande krisen. Även en del verkstadsbolag har drabbats hårt av den senaste tidens nedgång och att ställa in utdelningen kan ses som en fördel, och kanske sista utvägen, framför att behöva gå igenom en nyemission som är ett mycket kostsamt sätt att få in nytt kapital i bolaget.

En annan förklaring kan ligga i att siffrorna för den här kategorin är något missvisande då underlaget är litet med endast sju företag. Det här får till följd att ett företag som sticker ut kan påverka det totala resultatet så det blir missvisande och inte ger en rättvisande bild av hur det egentligen skulle ha sett ut. Den här svagheten påverkar min analys och alltför stora poänger är svåra att dra av det här resultatet på grund av detta.

Sammantaget får den här kategorin ändå sägas stämma överens med teorin på dagen för händelsen och de följande dagarna. Det avvikande i att kurserna svänger så pass kraftigt dagarna före händelsen förklaras enklast med det fåtaliga underlaget till undersökningen och den oroliga marknaden som får kurserna att bete sig på det irrationella sätt som de gör. Alltså kan jag varken, med säkerhet, bekräfta eller avfärda teorierna utifrån den här kategorin.

5.2.5 Sammanfattning av analysen

För att sammanfatta analysen i min undersökning om signaleringen har jag sammanställt en figur som visar hur det enligt teorin skulle kunna se ut för de olika kategorierna över en sådan här undersökningsperiod.



Figur 5.1 Källa: Egen konstruktion

Jämför vi den här figuren med Figur 4.5 framgår skillnaderna tydligt i min undersökning mot vad som kunde ha varit väntat utifrån teorin.

Som vi ser avviker inte kurvan för de företag med ökad utdelning allt för mycket mot den här teoretiska bilden som visas ovan i Figur 5.1. De andra kurvorna, i Figur 4.5, kan i en jämförelse ses avvika rätt kraftigt från den här figuren ovan och då speciellt kurvan för de bolag med minskad utdelning som helt avviker från den här teoretiska bilden.

Det framgår av min analys av de enskilda kategorierna var för sig att det främst finns fyra olika anledningar till de avvikande resultaten. Dessa är för det första att bruset i ett för litet underlag kan påverka undersökningens resultatet och ge missvisande siffror. Det här gäller främst i kategorierna med ökad och inställd utdelning där det minsta antalet bolag ingår. En annan anledning jag nämnt är att marknaden i tider som dessa tolkar och bedömer den information som kommer ut på ett annat sätt än vad som vore normalt under mer normala omständigheter. Det här är kopplat till en annan anledning, nämligen att marknaden ser det som något positivt att företag tar tag i sina problem och ser över sitt kassaflöde för att säkra upp sin likviditet över den närmaste tiden. Den fjärde och sista anledningen jag kommit fram till att min undersökning visat avvikande resultat jämfört med teorin har att göra med de förväntningar som marknaden har. Dessa har jag inte lyckats få med i min undersökning då en modell för att uppskatta dessa varit att föredra, för att visa den oförväntade förändringen av utdelningen.

Sett över hela undersökningen är analysen att de teorier och tidigare forskning som finns inom det här området inte stämmer överens med den empiri som jag funnit i min undersökning och att dessa teorier inte stämmer under de speciella förhållanden som råder på marknaden i år.

6 SLUTSATSER

I det här kapitlet kommer jag att koppla ihop hela mitt arbete och redogöra för de slutsatser jag kommit fram till genom min undersökning. Slutsatserna kommer att besvara uppsatsens syfte med hjälp av den teori, de resultat och den analys jag tagit fram.

I sista delen redogör jag dels för förslag till förbättringar av min egen undersökning samt förslag till fortsatt forskning inom det här området.

6.1 Slutsatser

De slutsatser jag kan dra från min undersökning är att den svenska marknaden på ett tillräckligt sätt lyckas prissätta tillgångar då ny och kurspåverkande information kommer ut. Det här är tecken på att den svenska marknaden är halvstarkt effektiv. Som grund för det här har jag de resultat jag redovisat tidigare och den analys av dessa som jag gjort. Resultaten stämmer inte precis överens med det Fama (1970) och Pettit (1972) beskrev som marknadseffektivitet men på en marknad som har de anomalier som Fama (1970) räknar bort, kan inte heller detta uppnås. Det här tar jag upp i min analys där jag förklara att anomalier på marknaden gör att bilden inte blir lika klar som den vore om marknaden saknade dessa anomalier. Framförallt ser jag den oroliga marknaden som en starkt påverkande avvikelse som får marknaden att reagera avvikande. Därför anser jag att de resultat jag kommit fram till stödjer den teori att den svenska marknaden i viss mån är effektiv i att prissätta tillgångar när ny och kurspåverkande information kommer ut på den.

Utifrån det här resonemanget ovan kan jag svara på ett av syftena jag hade med den här undersökningen nämligen att se om den svenska marknaden är effektiv eller inte. Svaret jag kommit fram till är att den svenska marknaden på ett effektivt sätt kan prissätta tillgångar utifrån de anomalier som finns på den och att marknaden utifrån det här visar tecken på att vara halvstarkt effektiv.

Betydelsen av det här är att den svenska marknaden ger investerare den tryggheten som det innebär att veta att tillgångarna är prissatta på ett korrekt sätt och ger en rättvisande bild av hur mycket tillgångarna är värda. Det är även värdefullt för förtroendet, bland aktörerna, på marknaden att veta att tillgångarna på ett snabbt och effektivt sätt blir värderade. En undersökning som mer fokuserar på den här frågan skulle vara ett intressant vidare förslag till att titta närmare på än den här undersökningen som bara skrapat på ytan av vad som skulle kunna göras.

Slutsatserna jag kan dra av den andra delen, och huvudsyftet, av min undersökning är att förändringar i utdelningen verkligen signalerar information. Däremot kan jag dra den slutsatsen att de signaler den skickar, inte stämmer överens med den gällande teorin på området. Grunden för det här ligger i de resultat jag fått fram och den analys som kan tolkas utifrån dessa. Resultatet för tre av de fyra undersökta kategorierna visar nämligen upp resultat som går emot både teorin och den tidigare forskningen. Den enda kategorin som visade upp normala värden var den för ökad utdelning. Även att de två mest robusta och trovärdiga kategorierna med störst underlag båda visar upp den här avvikande bilden gör slutsatsen klarare. Analysen från detta är i korthet att marknaden tolkar de här uppgifterna på ett annorlunda sätt än vad som kunde förväntas och att marknaden har värdesatt att bolagen agerar i den kris som råder. Det här ger att signalerna som skickas i år tas emot på ett annat sätt än vad som skulle kunna ha förväntats under normala förhållanden. Detta gäller speciellt den negativa informationen som sändes ut. Den fick överlag ett mycket mer positivt

mottagande än vad som var väntat. Det här är ett tecken på att de gällande teorierna inte kan tillämpas under de här förhållandena som den här undersökningen är gjord under. Utifrån det ovan nämnda kan jag alltså dra den slutsatsen att de teorier som gäller i vanliga fall eller över ett längre tidsperspektiv inte är applicerbara under de speciella förhållanden som råder just nu. Syftet jag hade med den här uppsatsen, att undersöka hur marknaden reagerade på årets förändringar i aktieutdelning, kan därmed besvaras. Svaret blir att de avviker från gällande teori och att teorierna inte är tillämpbara under de förhållanden som råder på den svenska marknaden idag.

Betydelsen av de här slutsatserna är att teorierna inte bör tillämpas för det kortsiktiga perspektivet under de speciella förhållanden som råder på marknaden just nu utan får ses över ett längre perspektiv. Tidigare forskning har haft ett längre perspektiv och en sådan undersökning hade säkert gett ett mer liknande resultat som teorin gör gällande. Detta var dock inte vad som var syftet med min undersökning utan det var just att undersöka hur det såg ut i år vad gäller signaleringen från utdelningsförändringar.

6.2 Fortsatt forskning

Till en början skulle jag vilja kommentera min egen undersökning och komma med förslag till hur den skulle kunna förbättras och hur problemen med metoden skulle kunna hanteras.

Den första förbättringen jag skulle vilja ha gjort så här i efterhand är att ha använt ett större underlag till min undersökning för att kunna få en större säkerhet i resultaten. Det hade även varit mer rättvisande att dra slutsatser från ett större underlag och gett undersökningen mer tyngd och resultaten mer robusta.

Det andra hade varit att använda en modell för att uppskatta den förväntade utdelningen för respektive bolag i undersökningen. Den här förbättringen hade gett en bättre bild av vad marknaden hade för förväntningar på bolagen och hjälpt till att förstå de resultat jag kommit fram till. Det hade dessutom gett svar på hur stora sänkningar eller förändringar marknaden förväntat sig och därmed förklarat reaktionen när den här informationen kom ut. Anledningen till att jag inte har genomfört de här förbättringarna redan i min undersökning har att göra med den begränsade tid som en uppsats ändå måste genomföras under och att de nämnda förbättringarna skulle ha tagit alltför lång tid att inkludera. En större medvetenhet redan från början om de här problemen hade även de kunnat leda till att de hade kunnat fångas upp i undersökningen och detta är värt att tänka på inför liknande undersökningar framöver.

Förslag till vidare forskning inom det här området är att undersöka det här fenomenet under andra förutsättningar, d.v.s. undersöka under andra år då det inte råder den oro och kris som det nu råder på marknaden.

Ett annat förslag till vidare forskning är att göra en undersökning som ser över en längre period och då förslagsvis en hel konjunkturcykel för att få med både låg- och högkonjunktur. Vilka kan skilja sig åt en hel del.

Vidare skulle det även vara intressant att göra en undersökning där de brister i min undersökning som jag tagit upp ovan åtgärdas och rättas till för att ge ett trovärdigare och robustare resultat.

KÄLLFÖRTECKNING

Avhandlingar

Alkeback, P., 1997, *Do Dividend Changes Really Signal? – Evidence from Sweden*, Företagsekonomiska Institutionen, Stockholms Universitet, Rapport nr. 1997:6

Böcker

Bryman, A., 2002, *Samhällsvetenskapliga metoder*, Upplaga 1:2, Liber Ekonomi, Malmö

Campbell, J. Y., Lo, A. W. & Mackinlay, A. C., 1997, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton

Damodaran, A., 2001 *Corporate Finance: Theory and Practice*, Upplaga 2, Wiley & Sons, New York

Ejvegård, R., 2003, *Vetenskaplig metod*, Upplaga 3, Studentlitteratur, Lund

Eriksson, L. T., Wiedersheim-Paul, F., 2006, *Att utreda, forska och rapportera*, Upplaga 8:1, Liber, Malmö

Ross, S. A. m fl, 2008, *Modern Financial Management*, Upplaga 8, McGraw-Hill, New York

Shleifer, A., 2000, *Inefficient Markets: An introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, Oxford

Weston, J. F., Siu, A. S. & Johnson, B. A., 2001, *Takeovers, Restructuring, & Corporate Governance*, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey

Internet

NasdaqOMX – www.nasdaqomxnordic.com

Dagens Industri – www.di.se

Tidsskriftsartiklar och working papers

Aharony, J., Swary, I., 1980, *Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis*, The Journal of Finance, Vol. 35 (1) (Hämtad från JSTOR – Business, Education and Law)

Asquith, P., Mullins, D. Jr., 1983, *The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder Wealth*, Journal of Business (Hämtad från JSTOR – Business, Education and Law)

- Denis, D. J., Denis, D. K., Sarin, A., 1994 *Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment and Dividend Clienteles*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 29 (4)
(Hämtad från JSTOR – Business, Education and Law)
- Eppens, F., Trapp, A., 1992, *Kursreaktioner på delårsrapporter och bokslutsbesked*, Working Paper, 1992:9, Handelshögskolan i Stockholm
- Fama, E., 1970, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol. 25 (2)
(Hämtad från JSTOR – Business, Education and Law)
- Fama, E., 1991, *Efficient Capital Markets: II*, The Journal of Finance, Vol. 46 (5)
(Hämtad från JSTOR – Business, Education and Law)
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., Thaler, R. H., 2005, *Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability*, Journal of Business.
(Hämtad från JSTOR – Business, Education and Law)
- MacKinlay, A. C., 1997, *Event Studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature, Vol. 35
- Michaely, R., Thaler, R. H., Womack, K. L., 1995, *Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift*, Journal of Finance, Vol. 50 (2)
(Hämtad från ScienceDirect)
- Nissim, D., Ziv, A., 2001, *Dividend Changes and Future Profitability*, The Journal of Finance, Vol. 56 (6)
(Hämtad från JSTOR – Business, Education and Law)
- Pettit, R., 1972, *Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency*, The Journal of Finance, Vol. 27 (5)
(Hämtad från JSTOR – Business, Education and Law)

Bilaga

Bolagen i undersökningen och deras utdelningsförändring från föregående år och till i år.

Bolag	Utdelning 2008	Utdelning 2009	Förändring
ABB (CHF)	0,48	0,48	0%
Alfa Laval	9,00	2,25	-75%
Assa Aboy B	3,60	3,60	0%
AstraZeneca (USD)	1,87	2,05	10%
Atlas Copco B	3,00	3,00	0%
Autoliv Inc (USD)	1,6	0,21	-87%
Axfood	12,00	8,00	-33%
Boliden	4,00	1,00	-75%
Castellum	3,00	3,15	5%
Electrolux B	4,25	0,00	-100%
Ericsson B	2,50	1,85	-26%
Fabege	4,00	2,00	-50%
Getinge B	2,16	2,40	11%
H&M B	14,00	15,50	11%
Hexagon B	2,35	0,50	-79%
Holmen B	12,00	9,00	-25%
Hufvudstaden A	1,75	1,90	9%
Husqvarna B	2,25	0,00	-100%
Industrivärden C	5,00	4,50	-10%
Investor B	4,75	4,00	-16%
JM	5,50	0,00	-100%
Kinnevik B	2,00	2,00	0%
Latour B	3,50	3,75	7%
Lindab International	5,25	2,75	-48%
Lundbergföretagen B	9,00	6,00	-33%
Lundin Mining	0,00	0,00	0%
Lundin Petroleum	0,00	0,00	0%
Meda A	0,75	0,75	0%
Melker Schörling	1,10	0,55	-50%
Millicom (USD)	2,4	0,00	-100%
MTG B	5,00	5,00	0%
NCC B	11,00	4,00	-64%
Nordea Bank (EUR)	0,5	0,2	-60%
Oriflame Cosmetics (EUR)	1,25	1,25	0%
PA Resources	0	0	0%
Ratos B	9,00	9,00	0%
SAAB B	4,50	1,75	-61%
Sandvik	4,00	3,15	-21%
SCA B	4,40	3,5	-20%
Scania B	5,00	2,5	-50%
SEB A	6,5	0	-100%
Seco Tools B	4,2	3,2	-24%
Securitas B	3,1	2,9	-6%
SHB A	8,5	7	-18%
Skanska B	5,25	5,25	0%
SKF B	5	3,5	-30%
SSAB A	5	4	-20%
Stora Enso R (EUR)	0,45	0,2	-56%
Swedbank A	9	0	-100%
Swedish Match	3,5	4,1	17%

Bolag	Utdelning 2008	Utdelning 2009	Förändring
Tele 2 B	3,15	3,5	11%
TeliaSonera	1,8	1,8	0%
Tietoenator (EUR)	0,5	0,5	0%
Trelleborg B	6,5	0	-100%
West Siberian Resources	0	0	0%
Volvo B	5,5	2	-64%